全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超越华尔街

智慧型投资

BEYOND WALLSTREET

S. L. 敏兹　　达娜·达金　　托马斯·威利森 著　　石晓竹 译

“读来真是一种享受……凡是想在投资方面取得成功的人，都有必要聆听这些投资大师的洞见，也必定会从中收益。”

——财经网站 The Street.com 评论



59

長春出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超越华尔街

智慧型投资

S. L. 敏兹　达娜·达金　托马斯·威利森　著
石晓竹　译

长春出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

超越华尔街：智慧型投资／（美）敏兹，（美）达金，（美）威尔森著；石晓竹译．长春：长春出版社，2003.8

书名原文：Beyond Wallstreet

ISBN 7－80664－564－0

Ⅰ．超… Ⅱ．①敏… ②达… ③威… ④石… Ⅲ．投资学 Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2003）第 057756 号

责任编辑：张耀民　　封面设计：刘　洋

Beyond Wall Street: The Art of Investing. © 1998 by Tom Willison and Dana Dakin. All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc.

本书由约翰·威利出版公司授权，贝塔斯曼亚洲出版公司转授权，由长春出版社在全球范围独家出版中文简体字版。

长春出版社出版

（长春市建设街 1377 号）

（邮政编码　130061　　电话　8569938）

长春大图视听文化艺术传播中心设计制作

长春市新世纪印业有限公司印刷

787×1092 毫米　16 开本　14.375 印张　249 千字

2003 年 8 月第 1 版　2003 年 8 月第 1 次印刷

印数：5 000 册　定价：28.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨以此书献给梅丽莎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

说出来不怕人笑话，我是个电视迷。但电视节目没有索引，只能按电视台的播出时间来收看。看电视的时候，也容不得你停下来思索，更不能躺在海滩上一边晒太阳一边欣赏。《超越华尔街》原来是PBS电视台制作的八集系列专题节目，由我和我的同事简·布莱恩特·奎恩共同主持。如果你恰巧是地球上无缘收看这节目的58亿人当中的一个，那么，这本书就是为你写的。即便以前看过电视，你也会对这本书感兴趣，因为作者们对八位受访者的人生故事、性格特征和独到智慧，都有恰到好处的把握，并增添了许多在电视片中因时间限制而不得不割爱的内容。

《超越华尔街》当中的明星

福斯特·佛莱斯：我采访他是在怀俄明州杰克逊市，在他那座宽敞的大木屋里。几年前，他曾被公司员工们评为世界上最有爱心的董事长；在我眼里，他也是我遇见过的最阳光、最乐观的人。但我们选择他作为采访对象，并不是因为他性格好，更不是因为他养着一头重达450磅的宠物猪——威尔伯，而这猪儿竟然时不时地能影响他的投资决策。他显得如此出众，主要是因为他监管着超过130亿美元的巨额资金，并以一种令人匪夷所思的方式成功地运作着它们。他不断地从一只股票跳到另一只，意图捉住机遇，趁着成长股还未启动走高就吃进它们，大赚一笔；另一方面，只要选到一只前景更好的股票，他就会毫不犹豫地把过时的“宠儿”淘汰出局，并不顾忌高额的交易手续费。

对约翰·奈夫的访谈是在费城郊外他的家里进行的。他的投资方式正是我所钟爱的：固执地买进别人不屑一顾的股票——比如，我们都曾一度盯住花旗公司（Citicorp）不放——心里认定，风水轮流转，总有一天，这只股票还会火起来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对约翰·奈夫是久闻大名了，因为他年年都出现在《巴伦周刊》的圆桌会议上。多亏了《超越华尔街》这个节目，我才有机会和他本人进一步接触。

巴尔·罗森伯格做生意全靠电脑，但是，一般人用电脑的时候，他却不用了——那就是在进行交易的时候。他的公司总部设在加州的奥林达（Orinda），那里都是用人工交易。但是，买什么、卖什么都是由计算机决定的。他们所使用的软件都是高度智能化的，每天，亿万条数据如滔滔洪流从世界各地汇聚到他们的计算机上，数量之大，令人惊叹不已。我摸着他们公司电脑上的一条缆线，开玩笑地问："要是我把它拔下来，会是什么结果？"那一瞬间，巴尔不由自主地僵住了——不过，他很快遮掩了过去。这个人头脑非常聪慧，有些做法叫人感到不可思议（比方说，他喜欢养鸡，但是从不杀鸡，因为他是佛教徒）。他迫不及待地等着你向他提问：计算机能战胜市场吗？

比尔·夏普向我展示了他的1990年诺贝尔奖获奖证书——当然，是复制品，真的证书早已收藏在某家银行的保险箱里了。他还开着他那辆1965年出厂的雪铁龙双马型老爷车，带我游览了帕罗阿托（Palo Alto）的市容，令我大开眼界。夏普指出，对于成功的投资活动而言，只有把风险因素也列入计算范畴，才能达成一个等式。他还把这个等式写出来给我看。那么，他自己的钱是用哪种方式投资的呢？答曰：指数基金。

马克·墨比尔斯出没在那遥远的地方——泰国、新加坡以及40多个其他的新兴市场，跟踪他的脚步是不可能的。且请随我们到曼谷。夜半时分，在湄南河上乘船顺流而下；再去参观一家工厂，这里制造的很可能是一种黑色尼龙纤维，也就是制作你手中雨伞的材料——相信通过此番经历，你会像我一样，从中学到很多东西。

比尔·葛罗斯手中掌管着大约900亿美元的债券资金。他的工作听来似乎乏味，但要知道，他竟有法子年复一年地从他的投资组合中挤出1%的收益来——也就是9个亿的利润。不过，比这些数字更令我印象深刻的，是他本人的风采。在风景如画的拉古纳海滩[1]，坐在他私宅的会客室里，我们一边眺望着波光粼粼

①拉古纳海滩：太平洋岛国马尔代夫的一处旅游胜地。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的太平洋面，一边进行着电视访谈。时年 53 岁的他雄心勃勃地表示，一定要活到 100 岁；他还心血来潮地决定在旧金山市区到金门大桥之间长跑，打算在连续六天的时间里跑上六个马拉松赛程。哪知就在最后一天，跑着跑着，他的肾脏突然破裂，血流如注。但那时他还没跑到金门桥，于是他就继续往前跑。一直跑到目的地，这才叫来救护车，一路风驰电掣地把他送往医院。

在芝加哥，盖瑞·布林森拿出一张图表给我看（虽然我的目光总是不自觉地往墙上挂的莫奈[1]油画上溜）——向我说明一些既有趣、又很重要的事情。虽说海外股（比如日本股吧）比美国股票风险大，但实际上，你可以设法降低投资组合的风险；并且，在自己的投资组合中加入了海外股的成分，可以使你的预期收益略有提高。布林森手中的资金大概有 1 200 亿美元之多。我们算了一下，这个数字大致相当于全球可投资资产总额的 0.33%。听听他要对你说什么吧。

在采访彼得·伯恩斯坦时，我惊喜地得知，原来我和他还是毕业于同一所高中的校友呢——在二战结束后那久远的年代里，他和我的父亲也认识。现在，我们乘坐同一架直升机，从圣巴巴拉飞往伊琳娜海上石油钻井平台，一路上谈论着风险问题。他刚出了一本新书，非常畅销，书名叫《与天为敌：风险投资传奇》。当我们顶着强风在钻井平台上降落时，海上风大浪高，水中鲨鱼游弋——真的，海里有很多鲨鱼——在这种环境里讨论风险，调子正合适。在投资领域，虽说时间跨度长能够减轻风险，但投资这码事从来都不会是一帆风顺的。

从上面提到的这些采访当中，我获得了三条教益：第一，做什么事都没有一定之规，没有哪种投资方式是绝对“正确”的；第二，采访对象当中的每一位，在投资事业上都不间断地下了苦功夫，他们在这方面所花的时间和精力，是你我之辈永远都无法、也不情愿企及的；第三，当我们进入投资市场时，我们所面对的竞争对手正是这些人，以及许多像他们一样的人。

安德鲁·托比亚斯

①莫奈：克劳德·莫奈（Claude Oscar Monet，1840～1926）法国画家，印象画派代表人物。如今他的画作在收藏界已涨到天价。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前 言

不管写什么书，若是以当今市场上八位杰出的投资家为主题，下笔时就不能不体现出全球性。这本书名为《超越华尔街》，其中自然含有放眼全球的意味。不过，书中八位主人公里面，有七个人都选择在远离纽约金融中心的地方安家，这倒是纯属巧合。价值投资大师约翰·奈夫生于美国俄亥俄州，现居费城郊外。资产配置专家盖瑞·布林森来自华盛顿，住在芝加哥。痴迷于成长型投资的福斯特·佛莱斯，原本是威斯康星小子，现在则时常奔走于特拉华的威明顿和怀俄明的杰克逊霍尔之间。诺贝尔桂冠得主威廉·夏普衷情于指数基金，他和债券大王威廉·葛罗斯虽然一个来自波士顿，另一个来自俄亥俄的中城，却都不约而同地把家安在了阳光明媚的加州。巴尔·罗森伯格是地地道道的加州人，他就在故乡立地生根，生活、工作都安排得很惬意。第七位是马克·墨比尔斯，要找到他可不那么容易——他的老家在纽约长岛，现在却入了德国籍，常年在香港和新加坡做生意。即使你有幸能捉到他的影子，可是转眼他又要动身去考察哪个新兴的市场了。最后剩下的是彼得·伯恩斯坦，他一辈子都守在纽约；然而，虽然身在华尔街，却并未影响到他对投资市场的深远洞察力。

在当今的投资业界，从业者作为人的个性，常被掩盖得一片模糊。然而，我们这里介绍的八位投资专家，却以其鲜明的个性和坚定的自信而凸显于群体之外。这本书实际上为读者提供了这样一个机会，让大家了解他们在成功的职业生涯当中，各自都收获了怎样的心得。但是，我们要提醒读者，别指望在这本书里能找到一种“战无不胜”的投资方法。选择一种适合自己的投资策略，往往要以你独特的财务状况和对风险的承受能力为根据。希望大家持慎重态度，不要抑此扬彼，一会儿觉得投资债券比投资成长股保险，一会儿又觉得资产配置法比价值投资法强，或者拿新兴市场投资来压过定量分析，等等。每一种方法都有它的优势，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有自己的弱点。没有一个投资者能做到百分之百正确。以福斯特·佛莱斯为例，他为白兰地基金选股时，平均每十只股票中总会有四只是看走了眼的。其他几位投资大师的成功几率也大体如此。

在股票市场上，股价时起时伏，大盘上跳动的每个数字，都反映着成千上万投资者的观点。当一条热点消息传入你耳中，它多半已经成了明日黄花，而短线策略更常常是弊大于利。然而，那些对股市有着透彻了解、眼光长远的投资者，却能处变不惊，用适当的手段应对股市风云。他们有的善于从众多炫人眼目的个股中筛选出优秀的成长股；有的天生就一双慧眼，专会识别那些虽然暂时遭到埋没、但日后终能宏图大展的"冷门股"；还有的能够通过巧妙安排，精心配置不同的资产类别，令它们在同一个投资组合当中互动互补，充分发挥各自的赢利能力。一般说来，作为刚刚起步的个人投资者，在开始其漫长的财富积累历程时，所缺乏的便是这些技能。

诺贝尔奖得主威廉·夏普曾打过一个比方，他把人们刚开始投资时面临的挑战比作开车：要从加州的帕萨迪纳开到洛杉矶，你会选哪条路呢？可选的路线很多，洛杉矶高速路自然是首选方案；但塞车是难以避免的，还要作好心理准备，应付爆胎和随时可能发生的地震、落石。若是走小道、穿居民区呢，上面的麻烦可能少些，但你却很可能迷路。

如果你是追求安全的投资者，指望着日后得到一笔钱来盖房子、供子女念书或者养老，那么你得记住，躲避风险就是最大的风险。生性谨慎的司机都知道，离开公路是一着险棋，比在路上小心驾驶危险得多。可是，有不少人并不惧怕开车时东游西逛，却不敢把钱投在活跃的股市上。

对于这种迟迟疑疑的投资者来说，过分小心往往带来更大的风险。他平常总是像松鼠积攒松果那样，把钱都放在银行里，以为那样安全——可是，一旦银行的利率跟不上通货膨胀的步伐，那笔钱不足以保值了，他就会急着把它投到证券市场上去；而此时恰恰是最不利于投资的时刻。因为这时候的市场，往往正在"群体思维"[1]的作用下，驶向极端。

好在投资者已经变得越来越精明了。如今，资产的积累正在

①群体思维，这是一个组织行为学上的概念，指一群人在思考过程中，由于高度趋同，导致个人独立思考及判断的能力受到压抑，往往造成负面影响。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以破纪录的速度进行着，投资者运作资产的方式，也比以往任何时候都多。光是干活挣钱已经跟不上形势了。正像伍迪·艾伦[1]说的，我们现在要操心的是，怎么样让钱生钱。

本书介绍的八位投资大家各有各的特点，但有一条红线始终贯穿在他们的故事之间。那就是：他们都把风险当成朋友，而不是敌人。尽管他们也无法确定明天股市上会发生什么，但他们都满怀信心地拥抱风险。因为他们知道，只要足够慎重，就能提高成功的几率。

仍然要提醒大家小心。过去成功的投资行为和投资方式，并不能保证未来的成功。即便是最有天才的投资管理人，也难免有时跟不上形势。如果说，投资业的历史能够证明什么，那就是：钟摆不会永远只朝一个方向摆。

如果你希望学习投资的艺术，你再也找不到比本书介绍的这批实干家更好的老师了。他们在实践中做得那么出色，也必定能教你受益匪浅。祝你阅读快乐！

S.L.敏兹

1998年1月，于新泽西，蒙特克莱尔

①伍迪·艾伦：美国当代电影大师，集编、导、演于一身，以喜剧见长。两度奥斯卡奖得主。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



鸣 谢

首先要感谢的是小尤金· B ·希尔利先生，没有这位能干的制片人兼导演，《超越华尔街》这部系列电视片就不可能与 PBS 的观众们见面。我感谢他的热情鼓励，又深深得益于他那敏锐的洞察力。

感谢达娜·达金和汤姆·威利森，他们不仅想出了一个绝妙的主意，而且坚持不懈地为实现这个目标而努力——如果没有他们，《超过华尔街》不仅不能出书，也不能灌制录像带出版。还要谢谢安迪·托比亚斯，他是位天才的节目主持人，这本书中的许多内容都是根据他的访谈节目脚本改写成的。

还有众多热心的读者，有的为我指出书中的错误之处，还有的提出了很好的补充意见，不断地鞭策我向完美的境界迈进。他们当中，包括罗兰·马昌德、迪恩·李伯伦、比尔·福斯、彼得·鲁宾斯坦等，在此一并致以深深的谢意。

向约翰·韦利父子出版公司的编辑们致敬！迈勒斯·汤普逊，珍妮佛·品考特和玛丽·丹尼罗——你们是我见过的最出色、最周到的工作伙伴。还有埃弗里特·西姆斯，一位真正有才华的编辑；以及出版发展公司的南希·玛奎斯·兰德，是她令我在合作期间的生活紧张而有序，充实而快乐。

感谢《CFO》杂志总编，女强人朱丽娅·霍默尔，她不但热情鼓励我进行业余创作，还体贴地为我安排了弹性工作日程，使我能从容地思考、写作。同样感谢我在《CFO》杂志的同事们：劳瑞·卡拉布罗、埃德·蒂奇、罗伊·哈里斯和朗·芬克。在我的整个写作过程当中，得到了山姆·纽伯恩始终不懈的关怀和指导；还有吉姆·弗雷泽，他不断地提醒我，机敏的投资行为断断少不得历史感和幽默感。我的满腔感激，无以言表，惟有一声“谢谢”而已！此外，约翰·高夫、菲力浦·伯里、查克·费舍尔、约翰·威尔考克斯、米歇尔·欧洛夫林及阿尔·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

埃尔巴都曾拨冗相助，在此一并致谢！

不过，我最最感谢的，还是我的妻子梅丽莎和我们的两个儿子——本和托马斯。假如没有他们，一切都将显得毫无意义。

S.L.M

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

序 / 1

前言 / 1

第一章　成长型投资：展翅高飞 / 1

没有椅子的会议室/2　乱中有道/3　慧眼识珠/4　敏锐的直觉/5　成长的概念/5　咖啡罐、GARP 与动量/6　神奇的本益比/7　更大、更好、更高、更快/8　阴暗面/9　成长型投资：老朋友与老对手/10　被“电子”套牢/11　在任何价位上成长/12　“成长”的多副面孔/14　光彩而艰辛/14　不要腼腆：向旅伴打听消息/15　期待新高/16　对收益情况的严格审查/17　不要被好消息蒙蔽/18　不可能尽善尽美/19　留心潜在的变化/20　“短平快”高手/21　他不是这种人/21　一群冒险家/23　协作精神/23　没有捷径/24　错失的机会/25　向前看，别回头/25　及时更新好处多/26　趁热打铁快出手/27

第二章　价值型投资：乘虚而入 / 29

痛击市场/30　成功的策略/30　汗水与收获/32　求学经历/34　天生佛相/35　拯救温莎/37　衡量式参与/37　热衷于基本面分析/39　追求价值的人/40　复合式大企业的崩溃/41　本益比射击赛/43　大屠杀与糖果铺/44　赌一个美好的明天/45　股息：你的朋友/46　特立独行/48　逆向操作大师/49　花旗传奇/51　当头一棒/52　废墟上的爱/54　“我们没那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明”/55

第三章　定量分析投资法:“自动化”的投资 / 57

模式和意义/59　引入“专家系统”/61　质量、速度和股价/62　数据太多，时间太少/63　监视同行/64　是线索，而不是魔法水晶球/65　医学之路/67　贝塔变奏曲/69　巴尔的改进型“贝塔”/70　“忧愁湖”的童话/72　BARRA Vs RIEM/73　“阿尔法”在哪里？/73　“高效旧车场”理论/75　是真是假？/76　战无不胜是不可能的/78　两大世界的碰撞/79

第四章　指数基金:“如果无法打败他们……”/ 81

积极管理的运算技巧/83　夏普的根/86　贝塔的诞生/88　生不逢时/91　贝塔的秘密/92　风险的合二为一/93　众矢之的/95　发展之路/96　明枪暗箭/99　谨慎从事/102

第五章　新兴市场:挑战最前沿 / 104

“踢轮胎”/105　如果现在是晚上 10 点，我肯定是在博茨瓦纳/106　希望永在/107　人民的资本主义/110　坏消息，好利润/110　钢琴师/111　从肥皂到拖拉机/113　这个世界以外/114　那么，新兴市场是什么？/114　负面因素/115　政治风险/116　新兴市场上的冒险英雄/116　职业风险/117　除了财产充公外，没什么可怕的/118　金融风险/119　投资风险/120　数字不是一切/121　体制风险/123　世界新兴市场一览/124　交易风险/125　新兴市场投资的光明面/127　完全自下而上的投资策略/128　耐心是一种美德/131

第六章　固定收益投资:用债券下注 / 133

基本原则/134　不再是绅士/134　财产充公凭证/136　投资场上的兀鹰/136　跷跷板/137　锋芒毕露/138　鳌虾和蝶螈/139　顶风抛锚/140　新的风险/141　债券字母汤/143　葛罗斯的经营秘籍/145　葛罗斯眼中的世界/146　自我约束最重要/147　坚持到底/149　尴尬时刻/150　关于信用品质/150　拥抱收益曲线/152　中庸战略/152　战胜庄家/153

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七章　资产配置法:九成胜算 / 155

资产类别的划分/155　大手笔/156　起飞/156　新理论实验场/157　早期的蓝图/158　绝对全球化/158　一点常识/159　与分散投资擦肩而过/159　两颗手榴弹/160　四条简单原则/161　全球性思维/161　自戕式的误区/164　地球村/164　眼花缭乱的可能性/165　投资的回报/166　投资的风险/168　五大基准/169　勿忘风险/170　所选择的各类资产不宜同涨同跌/171　金融炼金术与协方差/171　布林森的彗星轨道/172　全球投资的风险/173　从长期着眼/174　没有捷径/174　希望vs预期/175　不随波逐流/175　根据投资环境的变化调整资产配置/175　资产配置 vs 市场时机判断/176　同一水平面/177　关于失误/177　避免调整过度/178　资产配置三例/178

第八章　风险与投资心理学:值得一搏 / 183

大问题/184　关于火鸡的话题/186　眼不见，心不烦/188　"你是否战胜了市场?"/191　亡羊补牢与狂欢聚会/192　反潮流之父/195　新风险/197　心理怪现象/198　看不见的损失/199　赌场发热症/201　潜意识里的投资者/203　选美比赛与市场先生/204

参考书目 / 207

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 成长型投资 展翅高飞

福斯特·佛莱斯初涉股市赔得落花流水，却从此找到了自己的事业。他当时只有 19 岁，是大学二年级的学生。“那时，我在威斯康星大学选修证券分析课，”佛莱斯回忆道，“我的教授对那家公司情有独钟——那是一家了不起的公司，教授本人就是该公司董事会的成员。正好我父亲给我买的路德兰兄弟会保单兑现了 1.2 万块钱，我就把这钱投了进去。”后来他才发觉，自己当时被投资的热情冲昏了头，买入价足足比《股市指南》上的历史最高价还高出两美元。“我赔了好大一笔钱，大概占我全部钱财的十之八九吧。我下了决心，要把这损失再赚回来。就这样，我步入了投资领域。”

在佛莱斯早先的人生规划里，原本没有投资这一项。“我的家庭原来打算让我当律师，像我哥哥那样。”佛莱斯说，“他就是先入商学院，又转到法学院。我也按着这条轨迹发展着，直到遇见了布里廷汉姆家族，这才改变了我的人生之路。”在升入大三之前的那个夏天，特拉华州威明顿市的布里廷汉姆家族为他提供了一份奖学金，供他暑期去斯堪的纳维亚进修。佛莱斯毕业后，服过一段兵役，然后他就顺理成章地加入了布里廷汉姆家族开设的一家小型投资公司，主要管理家族的多种投资事务。对于这一步，他从未感到后悔。“从此以后，我有了一个使命，”他说，“我总是在那些学法律的年轻人里物色对象，拯救他们，把他们拉进投资业。”

1974 年，佛莱斯树起自己公司的大旗。此后，他在成长型股票的管理方面，创出了超一流的业绩——要知道，成长型股票是一种稳定性极差的投资类别。多亏有了布里廷汉姆家族的关系，大名鼎鼎的诺贝尔基金会成了佛莱斯公司的首位客户。诺贝尔奖的得主们从此要为带回家的丰厚奖金而感谢佛莱斯了。

斯提格·拉麦尔男爵是诺贝尔基金会的前任总裁，现为佛莱斯公司董事会三名成员之一。他回忆道：“我在 1972 年刚加入诺贝尔基金会的时候，前往美国去访问布里廷汉姆家族，他们当时掌管着诺贝尔基金在美国的投资业务。我在那时便一眼看出，福斯特虽然只是一名低级职员，但主要的事情都是他做的。第二年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我又到美国时，福斯特开车送我去机场，路上他对我说，他打算自己开业。他问我：'你能把诺贝尔基金在美国的管理任务交给我吗？'"

拉麦尔答应支持他，把此事提交诺贝尔基金董事会决定。"我们与布里廷汉姆家族的业务关系由来已久，"拉麦尔解释说，"而且，我的前任是该家族的一个至近朋友。不过，布里廷汉姆父子过世之后，这家公司也不再是以前的那个家族公司了。"拉麦尔回到斯德哥尔摩之后，便向董事会提议，把诺贝尔基金会在美国投资总额的 70%交给佛莱斯公司经管，剩余的 30%仍留给布里廷汉姆家族管理。然后在每年的一月份，由诺贝尔基金会考核两家公司前一年的表现，再把在美投资总额的 1/10 划给较为出色的一家。"此后一连三年，佛莱斯经营的资金收益都大大好于布里廷汉姆公司。于是，三年之后，他便掌管了诺贝尔基金在美投资组合的全部份额。"拉麦尔说，"这是规则，事先讲好了的。"

没有椅子的会议室

佛莱斯公司董事会构成精干，绝无冗员，这反映出佛莱斯本人那种斯巴达式的经营理念：投资过程要求迅速的行动。"我们有一种绝对共识，那就是不惜一切代价避免开会。我们从不相信，一定要通过开会才能传达信息或做出决定。要说开会有什么用，那就是进行情感沟通——可以在会上奖掖员工们的出色表现，或对犯错的员工进行劝诫；再有，就是借开会集思广益，一起动脑筋想办法。在后一种情形下，你只需把大伙儿都叫到一起，说声'大家一起想想办法吧'。不过，在公司的日常运作层面上，我们不光反对召开四五个人参加的会议，就连一对一的会谈也要尽量避免。所以，当不得不开会的时候，我们就在没有椅子的房间里开。"

"无声的交流"，简称 VC，主宰着佛莱斯公司及各分公司的办公氛围：不管是在特拉华州的威明顿，在怀俄明州的杰克逊霍尔，还是在亚利桑那州的凤凰城都是如此。"公司在电子邮件、传真和快递邮件方面管理得井井有条，所有的内部运作都是以书面形式进行的。"佛莱斯夸口说，还举出实例来说明这么做的好处，"我们把大家都召集到一个房间里，对他们说：'看看吧，这是《商业周刊》里的一篇文章，谁看完就把手举起来。'等每个人都看完之后，掐表算一下时间。然后，我们又请一个人把这篇文章大声读一遍，看用去多长时间。结果表明，朗读比默读多花了 60%的时间。"且不说一般商务会议上常有跑题的现象，谈谈昨晚的篮球赛，说说迈克尔·乔丹进了几个球，这都是难免的情形——单论信息的传递速度，你说出一个词来并让听众理解，这个时间就比书面传达用的时间长。"通过验证，我们了解到，人眼处理信息的速度比耳朵快得多。因而佛莱斯公司的每个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员工都要做出选择，是当一块‘286 芯片’呢，还是当‘奔腾芯片’。”

为了支持“言语交流浪费时间”这个观点，佛莱斯和他的助理德比·希皮曾进行过一次实验，全天只用书面沟通。事无巨细，甚至包括在某一点上买入 50 万股股票的决定，都是由书面交流达成的。“只是有一次，德比递了张条子给我，上面写着：‘你的字太草，看不懂。’我只好把速度放慢一点。”纯书面沟通的工作日共计 9 个小时，最后统计表明，两个人一共进行了 177 次交流。“我敢打赌，那些用电话沟通的人，没有谁能达到交流 25 或 30 次的程度。”紧接着，佛莱斯又补充说，书面沟通还能抑制低落情绪的表露，并且更精确——如果你口头和人约定午间会面，很可能他要等到 12:30 才露面，而用书面约定，就大大减少了这种可能性。

乱中有道

显然，在一片混乱的商场上，佛莱斯公司的运作自有其高明之处。就拿该公司管理的白兰地基金来说吧，自从 1985 年创立之日起，截止到 1997 年 11 月 30 日，其投资回报率竟高达 710.2%，年均回报率为 19.2%，远远超出了标准普尔 500 指数①544.3%，即年回报率 16.9% 的水平线。其收益规模，如用美元来计算，超出原资本的一倍半。也就是说，起初向白兰地基金投入 10 万美元，十二年后你能得到 810 200 美元。而同样的投资，按标准普尔 500 指数的平均水平，同期只能获得 644 300 美元。

1997 年 3 月，凭借其出色的十年回报率，在利浦分析服务公司举办的大面积投资业者调查中，白兰地基金被评为“新投资者仍可买到的全美最佳免买卖手续费增长基金”。1997 年 2 月，白兰地基金又荣登《个人理财》杂志评出的“十一种最佳基金”榜首。白兰地基金在 1986 年度的投资回报率高达 24.9%，五年期和十年期的年均回报率都是 19.2%，无论从哪方面看，都在同业中一马当先。

《理财》杂志曾在 1993、1994 和 1996 年将白兰地基金评为“超新星”级共同基金。然而，该杂志的编辑们却为 1995 年看走

①标准普尔 500 指数：指纽约证券交易所最大、成交投资最活跃的 500 种股票的指数。它是由 Standard & Poor's 公司于 1957 年开始编定的，是根据从纽约股票交易所中选出的 500 只股票的股价计算得出的股价指数。由于该 500 家公司分布于各行各业，其市场总值约占纽约证券交易所总值的八成，而且该指数的计算采取市值加权法，该指数一向被认为是专业投资者衡量其投资组合回报的权威标准，对美国股市极具代表性。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了眼而后悔不迭——当时他们以为白兰地基金摊子铺得太大，不可能有上佳表现，就把它从名单上拿掉了。编辑们抱歉地说："事实上，我们本该一如既往地支持它才对。"

慧眼识珠

福斯特·佛莱斯的过人之处，就是长了一双慧眼。他善于识别那些即将启动走高的股票，并且趁别的投资者还不明就里时便吃进，等股价涨到浪尖，快要跌落前再及时抛售。他的投资指导方针有三：

1. 绝不把钱投在股市上，要投资于具体的某个公司；
2. 一旦持有一只股票，就永远不要想它以前的业绩，只看它今后的发展趋势；
3. 如果持有的股票涨得没有另一只快，或者涨幅没有另一只高，就果断换马，卖掉它，换成更好的那一只。

1997 年 2 月，在接受《个人理财》杂志采访的过程中，佛莱斯把自己的策略归结为一句话："我们就是在寻找能在某些方面令投资大众吃惊的公司。"那么，怎样才能发现他要寻找的目标呢？这就是要通过详尽的调查：由一群眼光苛刻、训练有素的分析家，专门盯着那些股价或者盈利创出新高的股票名单，把它们的背景查个底儿朝天。

在这个领域中，周转率是相当大的。稳定发行的新股持股期约为三个月。白兰地基金对股票的平均持有时间，大约在 6 个月左右；每年的更新率将近 200%。这个速度有多快呢？举例来讲，在 1997 年 3 月份，白兰地基金以市值持有十五只通讯类股票，其总值比买入成本高出 5.3 个百分点。6 个月后，其中的十只股票已经出手，又买进了另外十二只；此时通讯类股票的市值已经比成本高出了 41%。再以服装鞋帽类股票为例：3 月份，白兰地基金持有的该类股票总市值，高出买入成本 17.6 个百分点；6 个月后，基金会持有的该类股票共有九只，除了三只是原来的，其余都已换手。此时该类股票的总市值，已比买入成本高出了将近 60%。

在这样的市场环境中，那些机构庞大、尾大不掉的组织是不具备强大竞争力的。对投资者来说，迟延五分钟，也许就意味着数百万美元的损失。佛莱斯无论走到哪里，身上总是带着 BP 机，对于下属经理们的投资决策，他有 3 分钟——也就是 180 秒的时间来行使否决权。超过 3 分钟，就无可挽回了。要想领先竞争对手一步，就必须有这样的反应速度。成功伴随着巨大的压力。"你也许会觉得，泡着热水浴，喝着啤酒，这种做生意的方式该是非常惬意的。"佛莱斯说，"但是，在这一行里，从来就没有惬意的时候。事实上，可以说我们是处在重压之下。"

动量是至关重要的。只消一眨眼的工夫，局势就变了。"拿起《华尔街日报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看看，每天都有人在抱怨说，自己的估价比实际只差了三美分，结果手中的股票就跌了35%。”这是泰德·凯尔纳的话，他曾在投资生意上受过佛莱斯的保护和提携，提起其保护人捕捉投资机会的超凡能力，他简直佩服得五体投地。

敏锐的直觉

“有些人在理解公司和企业内部运作这方面具有超人的天赋，”凯尔纳说，他如今是地处米尔沃基的丰信理财公司主席，“如果光是分析资产负债表，随便哪个注册会计师都会干。但要真正走进一家公司，考察其经营中所有的变量，观察和了解其中真正起着关键作用的因素在哪个方面——这就不是一般会计师所能胜任的了。我认为，福斯特在这方面的能力超过任何人。他有一种天生的直觉，具体怎样我也说不清楚——不晓得为什么，他就是比别人看得透彻。比方说，思科系统与恒生通信公司的对抗，怎么就会在市场上形成利空呢？——他知道，他天生就有这个本事。”

毋庸置疑，佛莱斯确实有着敏锐的直觉。截止到1997年3月，12个月间，白兰地基金投资组合中各个公司的股票平均收益增长了近50%，是标准普尔500平均增长率的4倍。就在上个季度，白兰地基金公布的平均收益增长率为51%，而市场平均收益增长率仅为17%。指标落后的股票包括恺尔斯多姆实业、伯灵顿制衣，以及好莱坞娱乐等几家公司。上面说的这三家，其市值只增长了1/3。

在成长型投资这个领域内，为争夺最高荣誉而展开的竞争是极端激烈的。1997年夏，晨星公司曾对771家分属大、中、小规模的成长型基金进行过跟踪调查，结果发现，这些基金的规模都在飞速增长，其速度之快简直可以和狂热上升的道·琼斯指数比个高下。如此激增，反映了成长型投资的持久魅力。每个想赚大钱的投资者——赚大钱，有谁不想呢？——都梦想着买到华尔街上最牛的股票，当然是抢在它尚未升温之前，然后一路顺风顺水，赚它个盆盈钵满。

成长股的概念就是涨、涨、涨。但是，除却这层意思，人们对“成长股”的理解却很模糊。人们在鸡尾酒会上讨论它，在茶水间里讨论它，就连职业理财经理们也在讨论这个话题，说起来见仁见智，各有千秋。

成长的概念

成长型投资的对象，其公司规模可大可小，可能属于任何一种行业——或是服务业、或是制造业，什么都有可能——投资策略也不一定非得是“短平快”的手法：有的成长型投资者会持股达数年之久。这分明继承了20世纪50年代的遗风——当时若能有幸买入IBM、伊士曼·柯达或联合碳化物公司等产业巨子们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，你只需稳坐钓鱼台，眼看着它在长达两代人的时间里一涨再涨。当然了，中间也许有小小的波折，但于大势无损。

在有些投资者看来，适当的利好消息能给一只死气沉沉的股票打上强心剂。哪家公司打赢了官司、炒了不称职的CEO，或者其主要竞争对手宣告倒闭，这些都有可能带来股价的飙升。看似不起眼的消息，就有可能让你发一笔横财。

然而，一般说来，有必要收集更详尽的材料。“说某个公司的股票是成长股，就是说该公司的销售、收益和市场份额的发展速度，超出总的经济发展及本行业的平均发展速度。”《投资分析与投资组合的管理》一书的作者杰罗姆·科恩、爱德华·金巴格和阿瑟·塞克尔如是说。在他们的教科书中，三位教授说，成长型的公司一般都锐意进取、注重研究工作，它们总是把收入再次投入发展，而不是简单地给股东们分红了事。“成长型公司各不相同，但还是能看出几个关键的共同特点：一般说来，这样的公司通常在某个正在扩展的市场上，占有牢固的位置；它们的产品或服务特色鲜明，甚至是独一无二的。它们多半是在市场的某个特别部分抢占了先机，从而赢得高额利润。”

自1929年股市大萧条以来，重视收入和安全第一的原则，被逐步灌输到投资者的头脑中。此后直到20世纪50年代，成长型股票才再度获得投资者的青睐。成长型投资的再度活跃，促使人们对这个投资类型做出定义。身兼作家、编辑和投资顾问的彼得·伯恩斯坦在1956年的一期《哈佛商业评论》上撰文指出：

“所谓成长股，是一种快乐而无序的投资类型。奇怪的是，它与成长性公司不贴边儿，甚至可以说毫无关系。也许，由此分析我们能得出的最重要的结论是：‘成长股’这个词是无意义的。谁是成长股，只有一波涨势过后才能判断——谁涨得最快，谁就是成长股。而‘成长性公司’，则是指那些最有创新力和想像力的管理团队；此外，假如要从一个时间段内股价升值率的角度来评价他们的股票，结果多半是令人寄希望于未来，而非眼前。”

咖啡罐、GARP与动量

按照纽约Chancellor LGT资产管理公司前任首席执行官沃伦·萧的说法，“成长”是个颇难定义的概念。它可以分成几种，各自都有着鲜明的特色。“一切取决于你选择哪种方法来管理你的投资组合。方法不同，你需要表现出的特质也大不相同，”萧说，“比如，有一种策略叫‘咖啡罐’法，也叫‘长线持股’法。这首先要求你有眼光，能识别出那些出类拔萃的公司，那些持有优异特许权的公司，能稳保其在以后相当长一段时期内超乎一般水平地成长。这种投资法要求投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常适于打持久战，有超凡的耐心，并且，对长线财富积累特别感兴趣，做起来也非常投入。"

萧介绍说，成长型投资还有别的方法，包括 GARP，就是"growth at a reasonable price"（在合理价位上成长）这几个英文单词的首字母组合。使用这种方法，投资者要寻找那些目前价位偏低的成长型股票，换句话说，就是便宜的成长股。它要求投资者对近期价值走向中的异常动向颇为敏感，还要有能力辨别哪些公司股票的售价相对于他们的成长速率来说较为低廉，或者，它的市盈率在同等公司中低于平均水平。

萧还介绍了此类投资的第三种方法，叫做动量投资法。[①]它要求投资者能识别那些在收益加速性、收益报告或盈余惊喜方面超出平均水平的公司。这种公司必定是着眼于短期战略的，所以，获得实时、准确的情报至关重要。尽管佛莱斯回避"动量投资"这个词，但用这个词来形容他的投资方式却是最恰当不过的。

"我们喜欢被人视为强有力的、出击型的成长型投资者，"佛莱斯说，"但我们也有保守的一方面，我们要求目标公司账面干净、营销规划到位，并且拥有良好的分销系统。我们会在买入其股票前对目标公司进行彻头彻尾的调查了解，就像要买入这个公司一样。"

有的投资项目是得不到佛莱斯支持的。比如，某公司开发了一种新药，预计投资五年能够回本，这就不合他的胃口。"我们不是在花钱买梦、买希望，"佛莱斯说，"我们要实实在在看到利润才行。"

神奇的本益比

本益比也叫市盈率，就是股价除以每股净盈余的值。投资界传奇人物本杰明·格雷厄姆[②]强调指出了它的重要性：本益比可以直观地评估一只股票的价值。格雷厄姆说："所谓'成长股'，就是指它的每股净盈余增长速度大大超出一般股票，而且预计还会继续有良好表现。"

佛莱斯拿超市打比方，说明本益比这个在他投资过程中占有中心地位的概念。"假如你走进一家店铺，要买汉堡包。你花了

①动量投资：一种成长型投资策略，即投资于业务有加速增长趋势的公司。英汉辞典上对 Momentum 这个词的解释是：物理学上的"动量"、"冲量"，一般用法则代表"气势"、"冲力"、"加速度"之意。但在投资界，这个词有着更专业的涵义——一种短期内高倍速成长的股票，千万要把握住！（译者注）

②本杰明·格雷厄姆：(Benjamin Graham) 美国哥伦比亚大学商学研究所的教授。他本人常以"思考者"自居，毕生著书立说颇多，除《证券分析》(Security Analysis）这一经典著作外，还为学术刊物、大众媒体和杂志撰写了大量文章，人称"价值投资之父"，可以说是现代投资管理的创始人。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 美元，得到的是什么呢？是一定重量的东西——比如说一磅重的东西吧。因此，可以说，你花的钱和得到的重量之比是 5∶1。买股票也是同理。你以 5 美元的价位买进一只股票，而这只股票的收益能力价值一美元。在商店你讲这个汉堡包值多少美元，而在股市论的就是它的收益能力值多少美元。所以，假设你拥有一只高本益比的股票，它的售价高达每股 50 美元，而收益能力只有 1 美元，它的本益比是 50。而另一只股票售价为 100 美元，收益能力是 20 美元，它的本益比则是 5。比较起来，后者就比前者便宜。因此，当人们说到哪只股票贵了，所指的不应当是它的市价，而是它的本益比。一句话，只要收益高，就可以说某只市价 20 美元的股票比另一只 5 美元的股票更便宜。”

更大、更好、更高、更快

如果投资者们对哪只股票的未来收益增长有信心，他们会在心里设定其每股收益率最终将涨到什么水平。对涨幅的期望越高，本益比越高，股价也就越高。如能及早买进并持有这样一个公司的股票，你就可以坐等水涨船高，不仅享有公司扩张的收益，还能因本益比的增长而获利。

有常识的投资者必须注意区别所谓的“历史本益比”和“预估本益比”。历史本益比是股票的现价与最近四个季度的利润之比。预估本益比则是指股票的现价与未来一年预计利润之比。举例来说，一个公司的历史本益比为 30，在佛莱斯眼里就未免太贵了。如果经小心论证，说明该公司在未来 12 个月内能够实现收益翻番，那么它的预估本益比就仅仅是 15，不算贵了。

按历史记录，纽约证交所上市的股票，其历史本益比的平均数为 12 至 15。行情好的时候，这个平均值可能要高得多。1997 年夏天，美国证券监督管理委员会主席阿兰·格林斯潘宣布，美国经济连续 6 年走势良好，即将拉动股市强劲上行。那时候，纽约证交所上市股的平均历史本益比，就曾经涨到 22 的高位。这个数字意味着，一个业绩平平、预期每股收益为 1 美元的公司，在当时其股价能达到每股 22 美元。

发展速度高于平均水平的公司，其本益比就会比较高。那是由于眼红心切的投资者们急于买入高速发展公司的股票，从而抬高了股价。假设有一家公司每股收益为 1 美元，有消息说，该公司来年的收益有望增长 30%（这与白兰地基金的增幅相比算不了什么），由于预期收益的增长，该公司股票的本益比便由 22 涨到 30。当一只股票因预期收益增长而开始换手时，能够及早预见到这种增长的投资者其获利的幅度将达到其投资额的 77%。这就是成长型投资的魔力所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



神奇的本益比

现价	原本益比	扩展的本益比
现收益	$1	$1
现市价	$22	$22
预期收益	$1.30	$1.30
本益比	22	30
新市价	$28.6	$39
获利百分比	30%	77%

在 1997 年的前 6 个月期间，作为这个时代最为出色的成长型股票，微软的本益比一跃增长了 24 个百分点，达到 54.6 倍。从 1995 年 12 月起算的 18 个月期间，它的本益比增长了 80%。而戴尔电脑公司更是在本益比增长方面创造了一个辉煌范例：从 1996 年 6 月到 1997 年 7 月，它的股票本益比飙升 144 个百分点，达到 42.2 倍的高位。

阴暗面

可惜，本益比这神奇的东西也可能带来不可思议的麻烦。"投资者常把近期内赢利的势头，错认为是长期的涨势，而没有认识到形势可能会——而且真的会——急转直下，"《股市长线投资》的作者杰瑞米·西格尔以警告的口吻说，"当收益增长放缓时（这是常有的事），本益比的值会随之缩水，造成股价急跌。"

本杰明·格雷厄姆也提醒投资者们，要注意到这方面的风险，别轻率地把钱用作成长型投资。"总地来说，成长股风险太高，极不确定，投资者如果不适应大起大落，则很难驾驭。当然，奇迹是有的，前提是要作出正确的选择，在合适的价位买进，等它涨到一定程度，还未回落之前再及时卖出。但是，普通投资者要做到这些却很难，比等到天上掉馅饼还要难。"

涉及到白兰地基金经营风险太大的问题时，佛莱斯有点顾左右而言他："我们的基金确是一种风险事业，我认为，任何一种普通股票基金的投资都是如此。大家都清楚这一点，因为他们知道，股市本身就是有风险的。"他提到了股票市场，其实债券市场也一样：碰上通货膨胀，足可以毁掉你精心设计的任何美妙投资计划。在他看来，风险不是问题，问题在于投资者对于风险的认识。佛莱斯认为，在这方面大多数投资者都存在认识上的误区。"在许多人的心目中，风险和股市波动有着非常密切的关联；而我们认为，带来风险的应是另外一些因素。说股市波动就是风险，这未免太简单化了。我们在投资一只股票之前，要测度它的风险系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数时、得看它有无进入壁垒，其利润率是多少，引入新产品的能力怎样，管理的质量如何，还要看看其资产负债表的情况。”佛莱斯说，“要评估某一个公司的投资风险，我们所考察的指标可以达到40多项。”

1997年底股市的大动荡对佛莱斯的信心是个考验。成长型基金常会遇到大起大落，白兰地基金也不例外：它的震荡幅度大大超出了各种主要指数的下行幅度。1997年11月，佛莱斯给白兰地基金的股东们写信，试图安抚他们的焦躁情绪。他在信中说：“一直以来，我都在负责照管着别人辛辛苦苦挣来的血汗钱，至今已经33年了。在这期间，我亲眼见过的所谓‘世界末日’就有七次。”“在危急关头，坚信我们投资的公司本身在发展着，而不要顾虑其它，这种投资哲学永远可以给人带来安慰。”

别把短期持股和大幅震荡本身混为一谈。佛莱斯告诫股民说：“如果我以24块的价位买入一只股票，它在两年期间涨到36块，我肯定会做长多[①]吧？如果在短短两个月的时间里，它就从24块涨到36块，我就及时将它卖出。谁能说我的投资方式有什么错误呢？”

①长多：是对股价远期看好，认为股价会长期不断上涨，因而买进股票长期持有，等股价上涨相当长时间后再卖出，赚取差价收益的行为。（译者注）

成长型投资：老朋友与老对手

成长型投资并不是20世纪的新生事物，早在文艺复兴时代就有过这方面的记录。相信大家通过各种媒体也曾听说过，早在17世纪，荷兰曾涌现过一股“郁金香热”——当时，来自海外的珍稀品种郁金香鳞茎，在荷兰简直卖出了天价，过后价钱又一落千丈。

在20世纪的美国，1929年股市大崩盘前的那几个月，投资大众受到股价暴涨前景的诱惑，掀起了非理性投资的热潮，最终却导致了灾难性的后果。投资者们赚钱心切，都想搭上牛市的快车，纷纷将大把大把的钱投向了股市。他们不光买普通股，还买入大量的投资信托基金，相信股价还会再接再厉，继续冲上巅峰。针对这种情况，《1929股市大崩盘》一书的作者约翰·肯尼斯·高伯瑞写道：“实质上，投资信托基金起的作用就是造成上市公司滥发股票，完全不符合其真实的资产规模。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在此后的20年间，普通股失去了活力，一直鲜有人问津。在30年代，如果一只股票能够派息，人们就不敢奢望资本利得了。到了50年代中期，获准拥有普通股票的养老基金几乎没有。这在401（k）[1]大行其道的今天看来，可以说真的是太不可思议了。回过头来想想，那时候该是多么难得的投资机遇啊！

1958年，当大萧条所造成的胆怯心理终于开始消退时，刚刚起步的帝杰投资公司给它的客户们写了一封公开信，在其中宣布了它进行成长型投资的方针，具体地说，适宜于投资的公司具有以下四方面的特点：

1. 稳步上升的销售额（成交量及股价）以及每股的收益，还要参考它的利润率。
2. 在新产品或工艺的研发方面有进展，或对旧产品或工艺的改革方面有突出表现，由此闯出一片新市场，带来销售量的激增，或者是稳步扩大了在原来市场上所占有的份额。
3. 管理方面：成功的成长型股票投资者不可能完全凭过去的信息来判断未来。他必须了解公司管理层的方针，参照他们制订的具有可比性的未来发展目标，来作出判断。
4. 它所跻身的市场应当是扩张型的，有飞速发展的新发明、新产品。

被“电子”套牢

时间到了1961年，投资者们又把谨慎的劝诫抛在了脑后，再次对成长型投资如痴如狂。那时候，前苏联刚刚发射了第一颗人造地球卫星，于是大家便一窝蜂地赶起“电子繁荣”的时髦。不管是什么东西，只要沾上“电子”的边儿，甚至只要是听上去像“电子”的玩艺儿，都受到了近乎疯狂的追捧。上市公司的名称一古脑儿地带上了从“电子（electronics）”这个单词中截取的片断，什么Astron，Dutron，Vulcatron，Circuitronics，Supronics，以及Powertron Ultrasonics，等等，真是“乱花渐欲迷人眼”呀。“成长”变成了一个神奇的字眼。普林斯顿的经济学教授伯顿·墨基尔写了一本畅销书，名叫《漫步华尔街》，书中引用了德里夫斯资产管理公司首席执行官杰克·德里夫斯的一段话，生动地勾勒出当时弥漫在华尔街上的那种癫狂的气氛：

[1] 401（k）：一种薪资递延的退休金计划，员工可以从税前薪资中拨出一部分，用作退休金；这部分是免交所得税的。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"以一个制造鞋带的小公司为例。它已经造了 40 年鞋带，市盈率最高达到 6 倍，后来把名字由'鞋带公司'(Shoelaces, Inc)改为'电子及硅多燃公司'(Electronics and Silicon Futher-Burners)。在当时的市场上，'电子'和'硅'这两个词就值 15 倍市盈率。然而，真正的价值来自'Further-Burner'——没有人明白它是什么意思。一个没人明白的词，可以使你的公司价值翻一倍。因此，鞋带生意的 6 倍市盈率，加上电子和硅的 15 倍市盈率是 21 倍的市盈率；如果再加上'Futher-Burner'的翻倍，这个新公司的市盈率就达到了原先的 42 倍。"

股市章程里面用黑体大写的警示语也无法熄灭投资者们高涨的热情。他们泰然自若地买进那些皮包公司的股票：这些公司一无资产，二无收益，也看不到有什么派息的指望。股市高涨把道·琼斯工业股价平均指数推上了浪尖。但是，在 1961 年 11 月份，道·琼斯指数攀升到了 734.34 点之后，就露出了疲软的势头。1962 年 5 月 28 日，道·琼斯指数回落了 7%，相对于历史标准而言，这已经算得上是急跌了。但是，更可怕的还在后头：一个月后，道·琼斯指数以 535.76 报收，较上年 11 月份巅峰期下跌了 27%。[1]

在任何价位上成长

1962 年的股市低迷只让投资者们清醒了一小段时间。此后不到 5 年，投资者们又陷进新一轮"成长投资"的狂潮。这次的魔咒是"概念股"——也就是那些看似有着美好发展前景的股票。人们纷纷传颂着某些投机基金[2]经理人的传奇业绩：他们慧眼识珠，买入某一只刚露头角的、激动人心的概念股，30 天内就把手中的资本翻了一番。这回大家看好的是生产皮靴和精美小玩艺儿的公司，股价再一次被抬到了一个令人瞠目的高度，道·琼斯指数再度飙升，在 1965 年 1 月，首次高于 900 点报收。一年之后，道·琼斯指数再创新高，首次突破了 1 000 点大关。但在 1 月 8 日涨到 1000.50 点后，当天收盘时又跌回到 1 000 点以下——以后的 6 年半时间里，再也没能达到过这个高度。从 1968 年 12 月开始，在令人焦虑的 18 个月当中，道·琼斯指数一直尤

① 《道·琼斯平均指数 1885～1990》，菲利斯·S·皮尔斯编(伊利诺伊州，霍姆伍德市：Business One Irwin 出版公司，1991)(原注)

②投机基金：(CTAS)以投机手段在金融市场上求利的基金，其主要策略是在市场寻找重大的事件，运用作多、放空的技术以谋取重大利益。近年来最具代表性的经理人是被称为"金融大鳄"的索罗斯。(译者注)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



法挽回下滑的颓势。数以百计的、曾经红火一时的“概念股”，从此风光不再。

股民们对成长型投资的热情十年中间两次受挫，他们被根本没有价值或原始价值极低的股票伤透了心，从而把热情转向了为数不多的保持着良好收益纪录的公司。当时，默克、必治妥、辉瑞等几家制药公司，以及麦当劳、施乐、彭尼、德州仪器、国际商用机器公司、陶氏化学公司等一批优秀上市公司，被称为“顶尖五十大盘股（Nifty-Fifty）”。人们普遍相信，这些公司的收益以高达 20%的年收益率层层累积，再加上它们的股票都是限量发行的，似乎足以保证其赢利的势头会永无止境。而且，一旦买入这些股票，你就不会再卖出，因此又被称为“一次决策”（One decision）股票。这样一来，从此你就摆脱反复投资组合所带给你的困扰了。

“顶尖五十大盘股”的炒作风潮带动了股价扶摇直上。在最高点，顶尖的蓝筹股公司股票市盈率竟高达 60 倍。一位智者曾讽刺地指出，透过施乐公司股票的本益比，不仅能预见到公司的未来，还可以预见到它的“来世”。这就是 GAAP——“在任何价位上成长”的炒作风潮。接下来，便是空中楼阁的倾覆。在 1973 年和 1974 年的两年间，标准普尔 500 指数一落千丈，漫长的熊市令人窒息。《商业周刊》的封面上不禁发出这样的疑问：普通股真的死了吗？

就在“顶尖五十”褪去了光环的那一年，佛莱斯的投资公司挂牌开张了。这时间选得似乎不太吉利。市场形势严峻，别的投资者大多灰心丧气，但佛莱斯却显得信心十足。从根儿上说，他这份儿弥天大胆和他的祖辈是一脉相承的。他的爷爷名叫赫尔曼·F·佛莱斯，一个精神头儿十足的威斯康星牧场主。1800 年代末期，他的牧场专门给西部著名的“苏族”[1]铁路支线供应牛肉。佛莱斯回忆说：“我祖父的性格坚毅，特别顽强。”有一次，他的马被偷走了，赫尔曼·佛莱斯直追了三天三夜，终于把马追了回来。当时他骑上马就跑，盗马贼在身后开枪，打伤了他的手腕。“我还记得，小时候看见过他手上那道紫色的伤疤。见了那疤，你就不想和他争辩什么了。77 岁那年，他还和一个 55 岁的家伙

①苏族：北美印第安人部落之一。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打架，打断了人家的下巴骨，原因是那家伙在生意上骗了他。”

“成长”的多副面孔

佛莱斯如今57岁了，还保持着完美的身材，相貌英俊。他喜欢穿烫平的牛仔裤，戴顶牛仔帽，活像万宝路广告里的西部硬汉。说实在的，他也真配得上这个称呼。他生长在威斯康星北部的一个小镇上，在那里，地方上的首富是个开修车厂的，还经营着镇上的殡仪馆。佛莱斯是在马背上长大的，到了十几岁，他就能独自照管120头牛的牲口群了。在他公司总部的办公室里，悬挂着一幅画，栩栩如生地再现了那种“万牛奔腾”的壮观景象。“各样品种的牛我都放过，有海福特种的、安格斯种的，还有荷斯坦因种的。放牧时，你得跳上马，把牲口拢在一处，不能让它们跑散了；还得给牲口治病。那时候，治烂蹄子的方法简直可怕极了，就拿滚烫的松节油往烂的地方泼。”

有了当牛仔的经历，给他的投资事业带来一种精神上的激励。“从前，我帮父亲千里迢迢地把牛群从威斯康星运到达科他去卖。那活儿才叫苦，臭气熏天。凌晨2点钟就得把牛群打理好，准备装上卡车运走。我问父亲：‘爸，我怎么就不能找个文明点儿的活儿干？像会计啦，银行职员啦，报馆编辑之类，还能多学点东西？’父亲答道：‘儿子，你站在这牲口棚里，才会真正知道钱的价值。’”令他日后受益匪浅的还不只这一条。“我的小腿被牛踢了那么多脚，现在，在股市里挨上几脚还值得一提吗？”佛莱斯笑着说。在佛莱斯看来，成长型股票生着很多副面孔。“也许会是一家航空公司，正赶上油价下跌，载客量上升，而他们又新聘了个能人，在达拉斯·休斯顿航线打开了市场。”佛莱斯说，“这家公司不会年复一年以同样的速度持续增长，但它的收益正在增长，这就是个成长股。”

佛莱斯说，在理想的意义上，“成长”应当来自产品销量的增长——每年公司销到客户手中的产品数量都在增加。“退一步讲，如果销量增长不快，你还可以从售价的提高上获利。也就是说，收益的成长可以通过许多途径取得。有时候，我们明知一只股票一直低迷不振，也会冒险买进，就是因为看到它在低点上剥离了一些子公司，现在又有了起飞的势头。”

光彩而艰辛

“别把钱投在股市上，”佛莱斯告诫人们，“要投资于某个具体的公司。”说来容易，做起来却很难。要选出合适的公司作为投资对象，这需要做大量跑腿的工作，还得有一双灵活的眼睛。

佛莱斯早年在家乡当过报社记者，没少干跑腿的活儿。在这方面，他是经过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




历练的。他服务的报纸名叫《粮湖（威斯康星）纪事报》，每周出一期，发行量只有5 000份。他主要负责报导当地婚庆消息，所有的讣告也归他撰写。佛莱斯回忆道："我们报上的新闻头条多半是这样的：'约翰·琼斯已将他名下地产售于高默·约翰森'。"后来他参过军，在情报部门工作了一段时间，做的是带保密性质的行政工作。这段经历为他练就了一副精细而近乎苛刻的眼光，对他日后的成长投资事业大有好处。

从军的经历给他的教益还不限于这方面。做人要谦虚谨慎，别过分张扬——这也是他在军中学到的一课。他自己也承认，在这方面他的确有些欠缺。"当时，我新接受了增强记忆力的训练，就在我们军士长和一群年轻士兵面前卖弄起来。我们围坐在桌边，我对他们说：'大家随便说些词，看我能不能记住。'于是他们就列举了一大堆互不相干的东西：长颈鹿、小刀、玻璃杯，等等，一共21种。然后我又说：'谁来和我比比记忆力？'我心里知道，他们谁也不是我的对手。听了我的话，大家都挺不自在，觉得这个年轻的下士实在有点儿盛气凌人。我才不管他们怎么想，凭着在记忆训练班里学得的方法，把那21种东西一下子都复述了出来。这下子他们更恼火了。不过，他们不久就等到了看我笑话的机会。第二天，我竟然把连里保险柜的密码给忘了。结果，我不得不跑到司令部去询问。忘记保险柜密码，在部队里，出了这种事真是太糟糕了，简直像做了场噩梦。"

不要腼腆：向旅伴打听消息

如今，对于佛莱斯来说，四下打探消息几乎成了他的一种下意识的举动。他承认，自己经常在长途飞行中打扰别人，缠着他们打听新鲜的投资信息。"飞机起飞后，等他们不再要求旅客系紧安全带了，我就站起身来，在过道里来回溜达，观察同机的旅客，看他们谁像是比较成功的商界人士。据我的经验，如果对方身穿高尔夫球衫，手捧着汤姆·克兰西[1]最新出版的小说，就不大可能是我要找的那种人。而他若是忙着在笔记本电脑上'噼里啪啦'地打字，那就很可能是我的目标。"这种事他做得津津有味，以至于朋友们都开玩笑地指责他，为什么总是冷落那些喜欢

①汤姆·克兰西：著名畅销书作家，被誉为军事小说大师，和同一时代专写恐怖小说的斯蒂芬·金，专写犯罪及法律的约翰·格里森姆，以及医生出身、创作了《侏罗纪公园》的迈克尔·克里顿齐名天下。他也是著名游戏制作人，被誉为"彩虹六号"之父。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汤姆·克兰西的人。

“确定了目标，我就上前搭话，先作自我介绍，然后问他：‘你要去哪儿？你家住在凤凰城吗？’他说：‘是啊。’就这么唠下去，结果我发现，他在摩托罗拉公司工作。从这一点上又引出了一大串问题。”就这样，佛莱斯能从这个素不相识的旅伴嘴里挤出不少消息，比如，针对诺基亚推出的新款产品，摩托罗拉打算怎么应对？佛莱斯说：“我们就是要努力在最基层发掘信息，从而了解市场动向。”

佛莱斯那种锲而不舍、一心挖掘成长股的劲头儿，在熟人中间更是出了名的。泰德·凯尔纳回忆说：有一次，在参加葬礼的时候，他把佛莱斯介绍给当地一家航空公司的 CEO。“没过半分钟，佛莱斯就打听起人家公司的载客情况、燃油价格——恨不能把人家的公司调查个底朝天。”“偏巧那位 CEO 是个比较低调的人。后来我们再见面时，他问我说：‘上次你介绍我认识的那个凶猛家伙，究竟是谁呀？’这就是佛莱斯。他挖掘起消息来，又狠又准，毫无顾忌。只要他认准一个人会为他提供有价值的情报——比方说，可能使他深入了解某个公司，或者能介绍某个公司为什么及怎样取得令华尔街惊异的业绩——那他就绝不会放过刨根问底的机会。就因为这股劲头儿，他在收益成长方面的嗅觉才会比任何人更敏感。佛莱斯的的确确是个超级水准的动量投资高手。”

锲而不舍的追寻结出了硕果。佛莱斯手下的分析家们所跟踪调查的股票，总共大约 5 000 种，他们总能沙里淘金似的从中找到富矿。而且，常常并不是表面上最有希望的那一只。“我们挣钱不只靠那些魔术般成长着的公司，比如进军互联网的思科系统。我们照样儿能在制鞋业、食品业，乃至任何一个行业赚到钱。关键在于，我们能看出目标公司内部所发生的变化。”

期待新高

年报收益或是股价创了新高的上市公司，自然是分析家们紧盯的对象。每天，他们都会细读《华尔街日报》的股市专栏和收益报告。哪些公司的股价创了新高？为什么？哪些公司的收益率破了纪录？为什么？“如果一个公司宣布，它的经营业绩良好，产品销量提高了 25%，使得收益率增长了 30%，我们就会打电话过去，问清楚那是怎么回事。收益大幅增长的驱动力是什么？新设了分厂吗？可有什么新的产品？还是采用了什么新的管理方法？是公司内部有了什么变化吗？还是因为汇率变化、银行利率变化或市价浮动等外部因素的影响？我们更致力于了解公司内部的信息，这么做获利的把握更大些。因为，在对外部因素的考察方面，别的投资商也是下了大工夫的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“我们的目标，是那种别人看着不起眼，但在未来会有惊人表现的公司。”佛莱斯公司旗下的分析家约翰·芬说。在公司里，约翰专门负责跟踪和遴选势头好的鞋业股票。在这个行当里，有大批和他一样的分析家，服务于各个经营股票生意的公司和机构，彼此间的竞争是非常激烈的。“我们必须领先别人一步，要搞到他们没有的信息。要是我们做得和别人一样，那就没法获得新的信息，也不会比华尔街上其他的分析家眼光更独到。所以，我们努力争取的，就是要领先一步：接触更多的消费者、同业竞争者、供应商、零售商，深挖细究，真正领会其他投资者可能会忽略的细节。我是说，我们要找的是这样一个机会：别人可能对形势有误解，不看好这个公司，只有我们独具慧眼，抢先抓住发财的机遇。而要做到这一点，只有比别人领先一步才行。竞争是白热化的。你得作实地调查，通过大量打电话调查信息，干出一些让你的对手们想不到、做不到的事情。只有下了苦工夫，才能把华尔街上别的分析家们得不到的信息抓到自己的手心。”

有时候，如此珍贵的信息可能会被人怀疑来路不正。“有一次，我们成功地在高点抛出了一只股票，”佛莱斯说，“那一回我们干得实在漂亮，因为我们一抛出，股价紧接着就跌了下来。这样一来，有人就问我说：‘你们是不是搞到什么内部消息了？’我便接通了手下分析家们的电话，看看事情究竟是怎么样的。原来，那家公司生产一种玩具，我们到百货公司做调查时，发现他们的存货里没有那种玩具了。我们又给两三家比较大的批发商打了电话询问，他们对那种玩具的销售势头并不怎么看好。就这样，我们做出了抛出股票的决定。事情就这么简单，我们花时间到各个商店调查，了解产品的销售情况，寻找新的热点产品。”这种投资调查的方法，按佛莱斯的说法，就是“自下而上，由细微处见本质”。

约翰·芬到杰克逊霍尔当地一家名叫“加特兄弟商店”的体育用品商店做调查时，发现了耐克品牌的巨大潜力。他发现，店里耐克牌的运动鞋全都卖光了，这还不算，据商店经理说，每次新货一上架，不到几个小时，就会被抢购一空。白兰地基金在耐克股票上获利丰厚：它最初买入耐克股票是在 1995 年 8 月，到了 1997 年 2 月才完全抛出，这段时间里，这只股票升值了 183%。

对收益情况的严格审查

调查上市公司的财务表现，应该从公司财务报告和预期收益入手。首先，芬要在相关数据库中查找目标公司的预期收益情况；同时，他还仔细审查公司的财务报告。如果这两方面都令人满意的话，他会给那个公司打电话，要求和公司投资关系部门负责人或者首席财政官交谈。和耐克公司打交道时，他找了投资关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部。他提出的问题是：公司方的分析专家在制定预期收益数额的时候，是怎样估计未来情势的？然后，又问清了几个从耐克进货最多的零售商的姓名。"这些人才是我最想接触的对象，"芬说，"他们是真正花钱从耐克买东西的人。"

接下来，芬的助手安德烈·保罗就开始给这些进货商打电话：Foot Action, Foot Locker, Sports authority, Sport Mart，一家一家地问过去，凡是与耐克公司有大宗生意往来的国内零售商，一个不漏。芬开始针对耐克展开调查的时候，这家运动鞋制造公司还基本上是面向美国国内市场的，当然，它很快就发展成了国际性的大企业。芬向那些销售商们了解情况的范围很广：耐克牌的产品好卖吗？用不用打折？需要安排促销活动吗？销售商们反馈的信息表明，耐克公司的产品销售非常红火。销售商们根本不必采用削价处理的手段，而且他们今后还要大批地增加订货。

不要被好消息蒙蔽

让数字说话，这是佛莱斯一向坚持的做法。据他观察，人们发表意见时一般比较主观，喜欢替被调查的公司说好话。耐克公司的生意确实很兴隆，但这还不足以说明问题的关键。芬需要了解的是，与去年同期相比，零售商们在今后 6 个月内究竟打算向耐克公司增加多少订货？经过调查，芬终于确信，耐克公司即将拿到的订单，肯定会大大超出以往的水平。所以，他才建议白兰地基金买进耐克公司的股票。"华尔街人士普遍认为，'耐克'的涨幅将是 20%，"芬说，"而我们从零售商那里得到消息，他们在未来半年中将会增加 30%、40%，甚至 50%的订货。也就是说，金融圈子里的人肯定看错了，他们没有估计到耐克公司能够发展得那么快。这一点，才是我们制胜的真正关键。"

这种不厌其烦的调查过程，在白兰地基金经营中是常见的，它所带来的优势给人留下了非常深刻的印象。提起这一点来，芬表示极为赞赏。太多的分析家采用严格的量化方法进行操作，他们只顾看图表，分析证券商总结的走势图，还有本益比数字。"我们主要的办法是走出去，做具体的调查，而不是在各种表格上花费大量时间。我们观察哪种商品卖得好，哪种不好，凭实际情况（而不是单凭本益比数字）来判断一家公司会不会比另一家增长得更快。我们总是拿一宗投资来和另外一宗作比较，并总是尽可能地关注细节，努力看到在这些数字的背后推动企业发展的真正动力是什么。为什么一家公司的业绩将会超出人们的预期？又是一些什么样的原因，造成某些公司在发展速度上不如人们预期的那样快呢？"

与此同时，公司的另一位分析家戴安娜·哈卡拉正在约见富可视公司的首席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政官迈克·荣格斯。戴安娜可不是一般人物，她在理财公司任职的同时，还是全美排名第四的女特技飞行员。“我们想了解的是，他们在下个季度有什么打算。富可视公司正经历着一个产品转型期，我们想知道，他们的转型工作进行得怎么样了。”戴安娜想知道，在市场竞争日趋激烈、广告力度不得不加强的情况下，该公司产品的定价在各方面受到了哪些影响——显然，了解这些的最终目的还是要摸清他们的利润空间有多大。

戴安娜以前曾多次会见过荣格斯。“我们是老熟人了，”戴安娜说。她不光要听取对方介绍的内容，还要察言观色，看他语气中是否充满信心。她把荣格斯对公司未来的预期，与华尔街业内人士的预期做出比较，又与她自己的评估进行对照。如果有什么疑问之处，她就会搬出佛莱斯那个著名的“赛后分析式”问题来：假设你们的实际表现不如分析家们的预期那样好，你以为问题可能是出在哪方面？

“如果他的回答是：‘哦，现在世界经济都不景气嘛。’那我就不会太担心。”戴安娜说。但是，如果他的态度不明朗，说什么：“唔，你知道，要是配件供应不足，没办法生产那种特定的系统，结果影响了那种型号产品的产量……”戴安娜就会警觉起来，进一步追问下去。“我们竭力和上市公司的管理层保持密切接触，”戴安娜说，“以便从他们那里得知公司的进展情况。”

不可能尽善尽美

进行成长型投资，要求你做得十分优秀，但不是十全十美。在佛莱斯看来，这两者之间有着极大的不同。“完美主义者害怕出毛病，憎恨犯错误，”佛莱斯说，“他要把错误彻底摧毁，完全铲除；而追求优秀的人是可以容纳错误的。抱着后一种态度，你可以在错误的基础上成熟、成长，让局面得以改观。每当我们犯了错误，我们就会把它看成是调整的机遇，可以借此吸取教训，今后做得更好。”

合理的目标是：争取在大多数情况下判断正确，而不是永远不出错。“在我们这一行里，”佛莱斯说，“如果你能对 60%的投资做出正确判断，而其余 40%的投资哪怕是赔了钱，你也能赚到相当大一笔钱了。根据我们的研究，赚钱最多的五只股票就足可抵消经营中所有的损失。”尽管如此，受挫的经验还是在记忆中留下了难以磨灭的痕迹。

在 1997 年头一个季度里，白兰地基金就有过 6 次较大的投资失误，导致了高达 1.36 亿美元的账面损失。这 6 只股票分别是：3Com Corp，Toys' R Us，Staples，Chesapeake Energy，CompUSA 以及 Seagate Technology。白兰地基金经营的股票共有 27 个类别，其中 5 个类别的市价低于买入价。不过，六个月之后，情况就大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为改观了：所有 27 类股票全部扭亏为盈。其中，制药类股票原来亏空 13.4%，基金管理人抛出了 4 只股票当中的 3 只，又补充买入了 5 只，结果获得了 16.7%的赢利。

留心潜在的变化

除了认真细致的调查，成功的成长型投资还要求人们具备天生的敏锐眼光，能在大形势变化的早期就识别出来，并能判断出它将对上市公司产生什么影响。每当产业界经历巨变、影响到人们的固有观念的时候，就是市场机遇来临的时候。“这种变化是什么？在这个过程中，有哪些公司不只是随波逐流，而是在扮演着推波助澜的角色？”佛莱斯说，“证券分析这个行业，实在有点儿像侦探呢。”

“大体上，我们只需要认清社会潮流的发展方向。想一想随着因特网的发展而大量涌现的新事物吧。眼下，许多网络公司并不符合我们的选股原则，因为它们的股价太高，是其收益的 50、60、乃至 70 多倍。但是，相关产业当中就有很好的候选对象啊：比方说，某家生产开关的公司，就乘了网络经济的东风而生意兴隆，它的本益比是 16 或 17 倍。这个数目也不少了。你尽可以从和互联网相关的产业当中寻找合适的对象，以合理的价位买进它们的股票。”

调查研究给分析家提出了考验智力的谜题。“你要把所有的市场信息、所有的财会数据都汇总到一起，做出综合判断：这些人能否领导、组织、并成功地建起一家新的企业？有没有能力开发出一种新产品？”佛莱斯说，“我看这种工作方式还是可行的，因为它建立在信息分析的基础上，而市场走向总是符合统计学平均规律的。”

这种思维方法有时还能激发一个人发掘新奇事物的天赋。路易·巴斯德[①]早就说过，机遇总是青睐有准备的头脑。这句话用在今日的投资领域也同样有效。几年前，福斯特的妻子林恩·佛莱斯在一本妇女杂志上偶然看到一条有趣的消息：一家名叫 Gap 的特色服装专营店决定转变经营方向，原来它经营的是宽松式棉

①路易·巴斯德：(Louis Pasteur,1822～1895) 法国著名微生物学家、化学家，近代微生物学的奠基人。他发明了消毒法，还研发了天花疫苗以及炭疽病、狂犬病疫苗，对人类医疗卫生贡献极大。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



毛衫和低价服装，现在它要转向更时尚的风格了。“嗯，这个举措能彻底改变一个公司，”佛莱斯评论道。他抢在 Gap 股价上扬之前及时买进——后来，虽然消费者的口味又发生了变化，使得那个公司的股价回落，但佛莱斯早已在高点将这只股票抛出了。

正因为佛莱斯投资公司善于把握局势变化，它才能够独具慧眼，相中了诺基亚、爱立信、摩托罗拉、NEC 等几家当时名声不大、却把持着世界手机销售市场的商家。佛莱斯手下的调查人员得知，这几家批发商得到了中国政府的许可，得以首批进入中国市场销售无线通讯产品。他在 1997 年 1 月买入这些公司的股票时，平均成本是 14 美元，而到了同年 7 月，股价已涨到 50 美元，涨幅高达 227%。

“短平快”高手

现今社会变化如此之快，具备发展潜力的公司层出不穷。分析家们随时会向你推荐，某公司在今后五年中，将以 30%的速率成长。但佛莱斯却不太相信长线预测。“我认为，任何一家公司的管理层，都无法准确地判断他们在 18 个月后的收益情况。所以，我们在做出预期判断时总是比较谨慎，把范围控制在 18 个月以内——在这个时间段之内，我们对现实有着良好的感觉；而更远期的成长，就只能是一种模糊的、概念性的印象了。”别忘了，佛莱斯的目的是追求切切实实的利润。

虽说用“动量投资”这个词来形容他的“短平快”投资行为似乎挺贴切的，但佛莱斯本人却不愿被人贴上这个标签。“依我看，动量投资就是趁股价上行时买入，而推动投资的是股价波动过程中形成的动量。”在佛莱斯眼里，动量投资者都是赶浪头的人。“动量投资者的特点是，他所投资的对象必须是收益以加速度增长的公司；而我们呢，假设一个公司本季度的增长率是 40%，而下季度只能增长 30%，我们也乐于向它投资。动量投资者不喜欢收益率下降，但我们会酌情考虑：只要我们觉得这是公司长期发展的一部分，而且，这 30%的增长率比一般预期的还要高些——比方说，普遍认为它只能增长 25%的话，我们就认为其中存在着利润空间，因此有可能决定向它投资。出于这个原因，我们不喜欢被人叫做动量投资者。”

他不是这种人

佛莱斯不做卖空生意，就是预期股价会下跌时，卖出向经纪公司借入的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等股价跌落后，再以较低价钱买回偿还，交割时只结清差价。这种投机行为不符合佛莱斯的战略思想。“这里面有个心理问题。我们喜欢参与建设性的活动，不喜欢打赌。也许，这种想法还与我的亲身经历有关：我头一次做这种生意的时候，就遭遇了惨败。”

你也不会看到佛莱斯在遭人冷落而低迷的股群中淘金，这种股票却是约翰·奈夫这类投资者最钟爱的（这位投资大师将是我们第二章中的主角）。“我们可不是淘垃圾的，”佛莱斯说，“你倒说说看，有哪只好股票的市价是低于账面价值的？”在接受《吉卜林个人理财》采访时，他理直气壮地质问道。佛莱斯不会单凭一个公司股票本益比低，就认定它值得投资。而低本益比乃是一只股票行市低迷的明显标志。“我们最不喜欢这种投资方式，”佛莱斯说。在他看来，行市翻番的股票也不一定比别的股票贵。“说不定它来年会收益暴增，达到现在的8倍、10倍、甚至于12倍呢！一般说来，行市创新低的公司之所以如此，背后总有特定原因。他们可能在经营中遭到了什么打击，在赔钱，他们的动量不足了。”

佛莱斯也不是“效率市场理论”①的拥戴者。他本人就曾一而再、再而三地与市场为敌，而且大获全胜。这正是对这个理论的最佳反证。“对于现代投资组合的那一套信条，我们大多不屑一顾，”他对《投资泰斗》一书的作者彼得·塔努斯说，“如果你问我们标准差②之类的事情，那无异于向管子工打听电工活儿。那种事与我们不搭界。”别的投资经理人用作基本操作工具的东西，他怎么就能视若等闲呢？“因为，我不相信安德鲁·卡内基在他那钢铁王国初创的时候，就已经想到日后能取得那么大的成就；我也不相信哥伦布一踏上探险征途，就已经知道自己将在美洲找到黄金和财富。我们的观念就是这么传统。”

再看看公用事业股吧。“有的公用事业公司，它的股票贝塔系数③和波动幅度小得不可思议。它会一直发展下去，像火车头一样‘哐、哐、哐、哐’地一直往前开，直到有一天，锅炉突然爆炸，它就全完了，股价狂泻40%，收也收不住。你是愿意要这

①效率市场理论：一种股票市场理论。该理论假设说，由于对股市利润的竞争如此激烈，以致于投资者观察到的股票价格是对股票“真实”价值的有效估计。（译者注）

②标准差是一种表示分散程度的统计观念，已广泛运用在股票以及共同基金投资风险的衡量上，主要是根据基金净值于一段时间内波动的情况计算而来的。一般而言，标准差越大，表示净值的涨跌越剧烈，风险程度也较大。（译者注）

③贝塔系数：用于测量股票系统性或不可分散风险的量度，用拉丁字母“b”表示。贝塔系数大于1意味着公司的股票价格的波动幅度比与其相关的市场指数（如标准普尔500指数）更大；一般地认为这是一个风险证券。如果这个系数小于1，表示该股票的变化比市场平均变化小。股票价格的剧烈波动可能表明更大的企业风险、经营不稳定以及收益质量低下。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样的‘稳定’呢，还是愿意要像康柏或者戴尔电脑这样波动幅度大但长期增长的股票？”

一群冒险家

佛莱斯认为，他的成就在很大程度上归功于自己手下那群极有竞争力、敢于冒险的研究人员。戴安娜·哈卡拉每周都要花上数十个小时，驾驶自己那架单引擎的花样飞行机在空中翱翔；约翰·芬则是科罗拉多大学的速降滑雪顶尖高手，而他的拿手绝技是飞跃无数商界巨子的头顶，稳稳地降落在赢利区内。“你看看戴安娜，或者佛莱斯公司里任何一位研究人员，”芬说，“我们都属于那种勇于进取的类型，总是尽量抢在别人前头取得有用的资料。为此，我们不惜下更大的功夫、打更多的电话。这种精神上的共同点把我们连结在一起。无论是热爱特技飞行的戴安娜，还是喜欢自由滑雪的我自己，我们都共有一种对生活的热忱——它既表现在我们的个人生活中，也表现在对客户履行职责的过程中。”

成功的战略能弥补判断上的失误。但是对于人的心理缺陷，如软弱、缺乏安全感等，它就无能为力了。除了智慧和人际关系能力，作为理财分析人员，自信也是必不可少的素质。佛莱斯说：“据我观察，自信的人对自己犯下的错误更容易坦率承认。在这种情况下，假如你买进了一只股票，结果它却跌了 5 个百分点，你就会说：‘OK，是我的错，我可以把它卖掉嘛。’但是，如果你自信心不足，当事情办得不够漂亮时，你对自己的评价就会降低。你发现自己的错处之后，往往会采取自欺欺人的态度，竭力要证明自己是称职的——结果，你就会死抱住那只股票不放。因为你觉得一旦承认了自己的失误，就说明你的能力不行。”

协作精神

佛莱斯又说：“我们想要在公司里创造一种家庭式的结构。你知道，我们每个人在一生当中都要经历高峰和低谷。我们的公司要有包容性，当员工处在低谷时期，公司会给他们安排其他的项目，帮他们从低谷中走出来。我不想办一家冷漠、没有人情味的公司。正因为这样，我们公司里的气氛才会这样充满乐趣——因为我们时刻都在给彼此帮忙。”

公司的奖金制度也意在鼓励大家的协作精神。正如好的投资人善于吸取大家的意见，这个奖金制度也是受别人的启发而来的。那是在墨西哥坎昆市的一家餐馆，佛莱斯发现，那儿的员工之间有一种互助共济的良好关系。“他们每天晚上打烊时，会把所有的小费收入都放到一起，进行共同分配：这些钱给泊车仔、这些钱给后厨帮工、这些钱给餐厅侍者……这样一来，如果有人不好好干，别人都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来管他。”

在佛莱斯投资公司，实行的是全员奖金评估，每个员工都是评估人。“每个评估人都会交给我一张单子，对我说：‘这个人今年表现不错，可以给他奖金总额的8%；那个人今年业绩不太好，但他在两只股票上帮我化解了困难，就给他6%吧。’大家的评估单都汇总到我这里，平均下来，就形成了最终的分配方案。这样做的结果是，在全年的工作当中，大家都会尽力互相帮助，因为他们知道，自己的表现需要同事们的认可，要受到他们的评估。”

在充满较量的公司环境里，这是一个鼓励团队精神的方案。“我们这种公司，最怕的就是同事间相互掣肘。我们要拧成一股绳，和市场‘较劲儿’，所以迫切需要一种协作精神。在我们公司的日常工作中，有好多地方是大家通力协作完成的。比方说，一个人在分析3Com的股票，而负责思科股票的另一个人会走过来，告诉他关于英特尔某个配件降价的消息——降价之举可能不会影响到思科，但会有损于3Com。通过互通消息，我们就达成了信息共享——我们派一个人跟踪研究戴尔公司，另一个人研究康柏，第三个研究捷威，他们之间随时可以做到相互关照，协力前进。”

没有捷径

然而，不论是正确的投资理念，优秀的公司员工，还是优厚的报酬，这一切都无法防止股价下跌。“面向公司的投资，在运作过程中会有很多不确定因素，”佛莱斯说，“你必须做到胸有成竹，能有把握地说：‘OK，这个、这个、这个、还有这个，我已经都核对过了。’但是，要记住，即使这样你还是不可能掌握全部的信息。”

没有任何捷径可走。一般投资经理人凭着经验，常把诱人的本益比数字等同于未来收益成长率。但佛莱斯对这种方法却嗤之以鼻。“我们看到一家公司的收益增长率为16%，就会问自己：‘拿它和我们手头这家市盈率16倍、收益增长率为8%、9%或10%的公司比一比，两者谁更合算呢？”佛莱斯运用溢价法来估算股票的未来增长幅度，他的结论是，一段时间之后，后者的市盈率将从16倍上升到225倍。

在佛莱斯眼里，市盈率在16倍左右是最合理的价位。大致算来，这相当于6%的利润率（按这个百分比，如果你在银行存入100美元，每年可返给你投资总额的1/16）。即便别的投资人可以无视股票的原始价值，佛莱斯却从不放松这个标准。买入价合理的股票，不会只因为大盘涨势强劲就一跃冲高到市盈率25倍。佛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



莱斯说："许多投资者都在鼓吹'相对本益比'[1]的概念，我们却不以为然。记得当大盘整体本益比在四五十倍的时候，有人对我说过：'麦当劳的本益比是50倍，还不如买进'小骑士炸鸡'呢，它的本益比[2]只有28倍，多合算啊！'结果呢，两年后，麦当劳的本益比跌至18倍，而'小骑士'跌得只有6倍了。"

错失的机会

"需要强调指出的是，我们也错过了许多绝好的机会，"佛莱斯说，"比如Home Depots，还有沃尔玛。我们当时觉得它们的本益比太高，就放弃了。"翻看白兰地基金历年的持股纪录，你会发现，在它的投资组合当中，一年内以高于22或23倍本益比的价位上出手的，很少超过10%。这就引出了另一个重要的话题：在考虑收益的时候，他们着眼于哪个时间段呢？过去的一年？本年度？来年？还是今后五年？"我一般以今后十二个月为一段落。如果本益比达到了30倍，我就会说：喂，事情有点儿玄了。该撤手了。要是再握上一年，说不定就要大跌了。这里面的问题在于，你很难判断一个公司在一年半、或者两年以后究竟会变成什么样儿。"

向前看，别回头

把握买进的时机比把握抛出的时机要容易些。一只股票凭着诸多优点吸引了投资者，到后来也会因此叫他们割舍不下。

"在股票市场上，别总惦记着你是什么时候买的、当时花了多少钱，"佛莱斯告诫股民，"人们总是说：'快到年底了，不如快点变现，把利润实实在在地拿到手里；就是亏了，也得知道实际亏了多少呀。'而我们公司在运作当中，总是把表单上的成本部分遮起来，不去考虑什么时间买进的、花了多少钱。我们只盯着股票未来的走势。以前曾经如何，都是无所谓的事情。"

"不考虑过去，有几个好处：首先，假设你在四星期前买进了一只股票，现在它跌了4点，你就可以不考虑其它，简单地卖掉它了事。若按平常的想法，你会觉得：'哎呀，我可不能这么做。现在卖出，不是等于承认自己买错了吗？还是等等看吧，什么时候涨回原位再卖好啦。否则的话，客户们会说我办事不力，是个傻瓜，怎么好好地买进股票，只过了三个星期就亏本卖出

①相对本益比＝个股本益比/行业本益比，或＝行业本益比/大盘整体本益比。借这个指标，可以了解个股的本益比相对于其所属行业或整个市场价位是否合理。（译者注）

②本益比低代表可以用较低的价格买到股票，也就是说，可以用较低的代价买进获利机会，所以这里才会说"小骑士"比较合算。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？’另外，向前看的人看到一家公司的股票获利翻番时，就敢于想到：‘我们是不是应当追加投资？’”

佛莱斯劝告股民，当手中的股票价格翻番时，别为了防止损失而抛出一半。“这可能是外行股民容易犯的最大错误之一。他们总是盯着股票过去的表现，其实，他们本该努力收集信息，以判断股票未来的走势——我认为，这才是一般投资者最需要下气力去做的事情。”

佛莱斯坦率地承认，有时候自己也会因为太喜欢一只股票，而耽误了出手的机会。他入行早期就犯过这种错误，那是他作为职业投资人以来损失最惨重的一次。那是一家叫做四相系统的公司。“我在那只股票上已经赚了两三倍，但是没有及时撤出。记得当时我正在山上滑雪，我给公司办公室打了个电话，问他们这只股票表现得怎样。因为传来的消息还算乐观，我就放手把所有的钱都押上了：总共大概有 4.5 万美元吧——是我全部的积蓄，都买了这只股票。结果，公司一纸不利的收益报告，使股价一下子跌了 35%～40%，就此断送了我的发财梦。我经历过好多次这样的生死考验，在我心上留下了多少道疤痕，数也数不过来了。”

及时更新好处多

在股票的出手方面，公司有着严格的规定，这使得佛莱斯和他的客户都避免了更严重的损失。人们把这些规定叫做“猪食槽”理论。“我从小在威斯康星长大。有一次，我去朋友的农场做客，看见 15 头猪围在猪食槽边吃食。这时，从那边来了第 16 头，比前 15 头都饿得厉害，但是槽边已经没有它的位置了。它怎么办呢？它可没躺在地上等死，因为它比那 15 头猪都饿，它会挤上前去，把食欲不那么旺盛的一头给挤下来。我们认为，这在投资者看来，会是个很有启发的现象。非专业投资者用不着一下子面对 250 只股票组成的汪洋大海，所以相对说来操作过程会容易些。假设他手头有 15 只股票，当发现第 16 只的时候，他就应当说服自己，卖掉一只势头不那么好的，换上后来的这只。”

佛莱斯是“猪食槽”理论的首倡者，他现在养着一头 600 磅重的宠物猪——那是公司同仁们送的礼物，刚抱来的时候还是头小猪仔哩。刚一见面，这小家伙就亲热地拱着主人的下巴颏儿，讨得了他的欢心。佛莱斯管它叫“威尔伯”。目前它住在佛莱斯在特拉华州宅邸的前院，大概要算全美国打扮得最漂亮的猪了。

白兰地基金的投资人手里都有一份备替换的股票名单，一旦发现前景更好的股票，就可以迅速抓住机会。

举例来说，1996 年初，公司投资分析人戴维·哈灵顿捉住一个机遇，能赶在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴尔公司股价上扬之前吃进。当时，由于供货不及时，加上产品的适应能力有问题，造成戴尔公司的市盈率低于华尔街人士的预期，公司股价下跌，分析家们对它的未来收益预测也下降了。

哈灵顿敏锐地感到，市场可能会出现“过度反应”。[①]他便起草了一份关于戴尔公司增长前景的分析报告。经过与戴尔公司管理层以及佛莱斯公司其他分析人员的磋商，他得出的结论是：电脑配件的降价将有助于戴尔公司大幅增加销量，提高利润率。

与此同时，在“猪食槽”这边，强制性的淘汰过程也已启动。“为了能买入戴尔股票，我们在77美元的价位上卖出了‘凯创系统’，又以每股22美元卖出了‘全面营养’。”在接下来的16个月中，“凯创”的股价跌落到每股72美元，而“全面营养”的股价涨了5美元，只勉强跟上了大盘的涨幅而已。“我们从1996年2月开始买进戴尔公司股票，以每股8.7美元的拆股后价格买入。”佛莱斯回忆道。哈灵顿的猜测得到了证实，由于产品价格降低，戴尔公司的赢利快速增长，股市收益也水涨船高。在接下来的一个季度里，戴尔股票的涨幅超出了人们的意料。到了1997年8月，戴尔股票在每股82美元左右转手，仍然受到投资大众的追捧。而白兰地基金在这笔生意当中获利达3.9亿美元。

出于实际考虑，一旦某只股票跌幅达到买入价的18%，佛莱斯公司的分析家们就会重新评估它的升值潜力。如果发现别的公司股票看起来似乎比它升值更快，那么它就将“成为历史”了。但是，假如经过比较之后，它仍被认为确实有潜力，哪怕是已经跌了18%，佛莱斯也不会轻易将它出手。起跑慢了点儿，到终点时未必会落后。

股票涨到一定程度也得及时出手。“每当股票的市盈率涨到30倍以上，我们就会紧张起来。”实际上，按照佛莱斯的标准，30倍也算是太高了。历年来，以高于23倍本益比出手的股票，在佛莱斯公司投资组合所占的比例中，极少超出10%。

①过度反应：由于交易者过度自信，错误估计市场信息，凭着过高的期望进行交易，造成股价向反方向运动，即使不存在反方向运动的推动力。比如，一个公司在出现了一连串的好消息或坏消息之后，交易者很容易对该公司的股票产生过度乐观或过度悲观的看法，使股价过高或过低。（译者注）

趁热打铁快出手

选择出手时机的关键在于，要趁着股票正在富有吸引力的时候抛出。“我们要卖出的都是好股票，”佛莱斯说，“这也符合我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的换马[1]原则：如果卖出的是坏股票，那就说明我们‘寻觅更好’的工作做得不好。我们常会找到某个客户，提醒他说：‘该卖掉你手头的某某股票了。’他回答：‘哦？那可是我七个月前刚刚买进的呀。再说，现在它的收益率还挺高，30%呢！’可是，我们现在又发现了更好的股票，收益率可能达到70%，你要不要？所以，我们的诀窍是，卖出的股票也得有吸引力。假如从我们手中出去的股票，都只有5%或10%的收益，那我们的生意肯定不会像现在这么红火。”

有的时候，宏观经济走势的影响压过了个别公司的发展势头。这时，佛莱斯便会警觉地大幅减仓出货。“他可真了不起，每当大局走到危机关头，他总能及时抓住变现的时机。”斯提格·拉麦尔说，“伊拉克入侵科威特的消息一传来，他马上出手了一大批股票。反应迅速，行动果决。他那机敏的直觉当真拯救了公司的客户。”

佛莱斯在股票生意上的天才足以让任何对手气馁，他经手的股票总能在几个月之间获得丰厚的远期收益。在这风云变幻的投资市场上，多少人，包括职业理财人，都难逃失败的厄运，但他却总能安然无恙。观察家们把佛莱斯比作蜂巢中酿蜜的蜂儿，都以为它不会飞，但它竟然飞起来了。听到这个比喻，佛莱斯的回答是满含感激的：“好在有那么多辛勤工作、不断推出新产品的公司，我所酿成的蜜，都是由他们那里采集来的。”

①换马：指投资者根据市场形势出手所持股票，再买入另一只股票。凡所持有的股票升势将尽或放缓，精明的投资者都会把握时机，趁高将股票卖出套现，再将资金投入另一目标股票上。另一方面，若所持有的股票盈利转差，或受其它利空因素影响，投资者亦可尽快将股票卖出，再将资金换至另一股票身上。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 价值型投资 乘虚而入

约翰·奈夫所占据的是股市上最惨淡的一隅，对于这里，一般投资者大多望而生畏，极少涉足。奈夫的选股心理和上一章介绍的福斯特·佛莱斯完全不同，说是“天壤之别”也不算过分：佛莱斯把股价创新高看成买入的信号，而奈夫则一门心思在低迷的股群中淘金。

高涨的股价和市盈率并不足以让奈夫热血沸腾。奈夫是著名的“价值投资法”的倡导者，他所中意的是那种“走霉运”的公司，那种曾经风光一时、现在已遭目光短浅的投资大众冷落的公司。遭人冷眼的原因可能多种多样：也许是市盈率滑坡，也许是没跟上形势，或者，冒出了一个有力的竞争对手，颠覆了原有的市场格局。总之，无论如何，这些公司正可怜巴巴地蹲在那昏沉沉、阴惨惨的“地下室”里，敲锅打碗地发泄一肚子委屈。这种声音传到约翰·奈夫这个股市老手的耳朵里，正像是钱币叮当乱响的声音一样：凭着管理温莎基金 31 年的经验，他知道，投资的好机遇可能就在眼前了。

你可能不相信，如今大多数实力雄厚的大公司都曾有过蹲“地下室”的经历。为约翰·奈夫赚过大钱的公司有很多，其中包括克莱斯勒、大西洋富田、IBM、天地公司和花旗公司。这些公司如今都风光无限，想当年，他们被温莎基金加入投资组合的时候，可全是一副落魄的苦相。这五家公司的股票，都是奈夫从“垃圾堆”里翻拣出来买进的；然而今天回头看时，有多少投资者都在后悔，当时为什么不买进一些呢！可是，一般投资者却体会不到，这种投资的历程是多么漫长而曲折。就拿对花旗公司的投资来说吧，自从买入那天起，前后一共 5 年的时间，其中经历了多少痛苦周折，最终才见到利润。这个例子突出地表明，价值投资法说起来容易，实际做起来就难了。

确实，有些人偶尔能成功地从冷门股群中选出有价值的个股，更有许多人自认为是这方面的高手。但是，谁又有资格和约翰·奈夫相比呢？ 30 多年来，他虽历尽风雨，却一直走在市场前头，攀上巅峰，跨越低谷，始终一往无前。在投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理与研究协会的同行们眼里，奈夫是“共同基金[1]业的纪录保持者，无人能与他匹敌”。

痛击市场

如果说，温莎基金在奈夫的领导下战胜了市场，这种提法未免贬低了奈夫的成就。准确地说，温莎基金是痛击了市场。它的年复利回报率高达13.8%，而同期市场平均回报率只有10.7%。累积起来，他所建立的投资优势令人叹为观止。如果你在1964年6月，当奈夫接手温莎基金的时候，向这个基金投入了一万美元，到1995年12月他退休的时候，这笔钱已经增长到了56.4万美元的大数目。要知道，按标准普尔500指数计算下来，相同的投资额在股市上的同期回报平均只有25.1万美元，还不足它的一半呢。在奈夫的领导下，温莎基金茁壮成长，从一个只管理7 500万美元的小公司，发展成为经营着110亿共同基金的巨人，并在1985年停止招揽新客户。

现今投资业风险巨大，职业投资人当中十有八九会经常失手。如果谁能抓住机遇大胜一把，只要一把，就足以令人额手称庆了。不过，对温莎来说，胜利是常有的事。拿棒球作个比喻，如果说每一次战胜市场是赢得一分的话，那么奈夫就是一位超级职业击球手。在与标准普尔500的对抗中，他一共出场31次，上垒得分不少于22次，还打出了多个长打和好几个本垒打。33年当中，他所管理的基金总投资回报率超出了20%。其中，只有一年未达到这个标准，但也差得不多，回报率为19.1%，仍然远远超过了9.8%的市场平均水平。特别值得一提的是，在1975年，奈夫大获全胜，在一片繁荣兴旺的市场背景下，他一举创下了54.5%回报率的纪录，而当年市场平均回报率则是37.1%。接下来的一年，温莎基金的投资回报率仍高达46.4%，是同期市场平均收益水平的两倍。

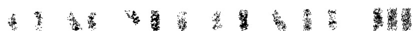
成功的策略

奈夫之所以能让投资人的钱在他手中成倍增加，主要是靠着他独特的一套选股策略：强调基本面分析[2]，要求投资对象具备坚实的财务实力，盈利能力强，股息丰厚，股票本益比要低，以

①共同基金：指由专业的证券投资信托公司合法募集众人的资金，将资金交由保管银行保管资产，委托专业投资机构聘请基金经理人及研究团队代为管理操作的投资工具。共同基金由多种证券或资产组成，例如股票、债券、货币市场工具等。投资共同基金的好处主要是它的分散化投资。由于是专门化管理，所以风险相对较小。（译者注）

②基本面分析：指对公司财务情报（如,公司基本资料、股本形成、转投资事业、每月营收资料，以及内部人士持股异动资料、资产、损益表等）进行的研究分析，主要考查公司的财务健康状况，经济政治情况，行业因素和公司的未来前景，用以确定公司股票是否定价过高或过低，是否与其市场价值成比例。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



及其它各方面可靠的保证。他选股时，常用盈余成长率（收益增长+股息收入）除以本益比倍数，以此为依据选出投资潜力大的股票[1]。用他自己的话说，就是“用你所得的比照你所付出的，就可以看得清楚了”。

奈夫与那些“随大流”的投资者不同，他总是逆潮流而动，别人不敢买进时他敢买，别人抢购时他却抛出。“简单就好，这个原则用在投资领域也一样合适。”奈夫说道。

说到应对风险，他的办法也是反潮流而行之。奈夫不喜欢承担太多风险，他总是尽量避开不必要的风险，不肯跟风炒作，这才让他成功地在股市上占得先机。时下流行的那种高技术风险操作法，并不合奈夫的口味，尽管他也和别的理财者一样，对现代投资组合理论了如指掌。“风险，这是个很难说清楚的东西；每次风险要来时，我总是本能地能够感觉到。”

在奈夫的投资决策中，从来没有让计算机起过中心作用。“我们没有用那个东西，”奈夫说，“我们是在作决策，很纯粹、也很简单。”说到这儿，他指指自己的脑袋，“实际上，这就是我的计算机。”

奈夫的知识面非常宽广。“他知道的事特别多，而且，还不是泛泛地了解——而是拥有精深的知识。”伯顿·墨基尔这样评价道。墨基尔是《漫步华尔街》一书的作者，现为普林斯顿大学经济系华友银行的讲座教授。许多投资者正是通过他的大作，才了解到现代投资组合理论。“在和他交谈的过程中，如果正巧有哪个领域是我熟悉的，我就会向他提出问题，结果，他的回答往往叫我非常惊异。”

定量分析家们靠着分析价格关系中微妙的相关变化做出判断，对他们来说，计算机是必不可少的工具。奈夫也承认这一点，但那却不是他的风格。“你要靠自己的能力跨越阻碍，”他解释说，“我一生都在培养对股价起伏的感觉，要是没有这种感觉，你就没法在证券投资市场上立足。”在这行情变幻莫测的股市上，奈夫的投资策略可以归结为以下四点基本原则：

1. 低本益比；
2. 高股息；

① 这种选股方法叫做“本益比倍数还原法”，将盈余成长率（G）除以本益比倍数（PE），即：G/PE，并将所有股票按这一比率数字大小排序，据以挑选股票。成长率自然是越高越好，而本益比越低，说明股价越低，因此，这个值越高，股票越有潜力。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 公司基本面良好；
4. 关注大的市场走势。

还有第五条，虽然没有正式提到，但也相当关键："要保持开放的头脑，"奈夫告诫他人说，"应当了解历史，但不要被历史所束缚。在投资业界，很多人能够滔滔不绝地讲出，当股指达到某一点附近时，历史上曾经有过什么情形，当时哪些行业或公司的股票最热门，那些股票以后还会不会再热起来，为什么会这样，等等。然而，他们却忘记了一点，那就是，历史上没有哪两个点是相同的。即使股指相同，情况也都各有不同。股市本身有着调节作用。你必须随着股市的调节而不断地进行自我调节。你必须要保持一定的弹性。"

奈夫买入那些乏人问津的股票，因为他坚信，只要公司是好公司，即便一时无人赏识，往后迟早会有出头之日的。风水轮流转嘛。所以，他有足够的耐心与他信任的那些公司一道挨过艰难的时期。在奈夫持掌温莎基金期间，其投资组合中，一只股票平均的持股时间是两年；有少数股票甚至被握了八九个年头。或早或晚，报偿总会来的。因为他早已嗅出，在它们灰暗的外表下面，正隐隐透出利润的诱人香味。"我说这话听起来可能有点自大，"奈夫说，"不过，别的投资机构将来都会抢着要我手头这些股票，只是现在他们还不知道呢。"

汗水与收获

温莎基金的投资分析，注重的是精确的收益预测。而能做到这一点，又取决于对公司财务资料进行透彻的调查，并对公司的管理人员进行访问。因为，一般情况下，被奈夫看中的上市公司多半处于不景气的低谷中，所以，有必要在投资运作中通过各种消息来源，来确定它们"正常状态下的收益"。也就是说，有朝一日它重新景气起来的时候，在新一轮循环的巅峰状态下，它们所能赢利的幅度。"你必得下苦工夫，"奈夫说，"你所预测的收益率是否准确，全要看你付出了多少汗水和努力。"

在管理温莎基金的同时，奈夫还运用他的投资方法义务地为宾夕法尼亚州大学管理捐赠基金，在这项工作中同样取得了奇迹般的优良业绩。他从 1980 年开始承担这份职责，在其后的 16 年当中，将原有的 1.32 亿本金扩大到了 20 亿，总共翻了 15 倍。其中，现金流量只有 1 亿美元，还包括了宾州大学所提取的款项。

说起约翰·奈夫的身世背景，与华尔街上绝大部分的投资精英们是截然不同的。他来自中西部，自小家境贫寒，所以，他的成功在人们眼中就更像个传奇了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他没有接受过精英式的教育，走的不是那条“从私立学校到常青藤学府”[1]的阳光大道。他小时候住在德克萨斯州的古柏·克里斯蒂市，亲生父母离婚后，他就随母亲和继父一起生活。他的学业可以说是好不容易才完成的。他常说，自己“不是生在名门大户”，小小年纪就学会了独立谋生之道。他当过高尔夫球童，送过报纸，他还自豪地声称，自己从 11 岁开始就不再用父母的钱添置衣裳了。

温莎基金的计费方式体现着这样的观念：你必须下气力挣得你的那份儿钱，而且，你必须在大多数情况下取得成功。表现得好有奖，表现得不好会受罚。温莎基金是现在市场上硕果仅存的几只包含内在绩效奖罚机制的基金之一，其它的基金大多只按经营资产价值的百分比收取费用。奈夫接手温莎基金后，不久就提出了这套收费制度。其内容主要是：开始的基础计费相当低，只占资金总额的 16%。如果温莎基金能使这笔投资的收益率在连续三年当中超出标准普尔 500 收益幅度 4 个百分点，基金管理方便可加收相当于资产总额 1‰的费用；如果连续三年低于标准普尔 500 收益幅度 4 个百分点，管理方就不得不向投资人返还同样数额的钱。对于这家管理着 100 亿美元资产的基金管理公司来说，经营得好与不好，盈亏的管理费差额上下可达 2 000 万美元之多。“所以说，经营绩效的好坏，对我们公司的健康发展是非常重要的，”奈夫评论道，“对于股东们也同样重要。”

坚定不移的信念也是成长型投资人必不可少的素质，因为他们常常要孤军奋战直到胜利。奈夫从小就表现出了足够的坚定。“我母亲常说：‘约翰，你长大应该当个律师，你看你，哪怕遇见个路牌子你都能和它辩论半天。’她的话还真有道理，”奈夫回忆说，“我有个好朋友，他说：‘你只要对约翰说什么东西是白的，他肯定会争辩说它是黑的。’不过，我的选择更好，我现在选择了和股市作对。”

换了任何人，如果不是像奈夫那么充满自信，在那种困难的成长环境当中，都很难说他日后能够成功。他的高中阶段过得黯然无光——只有当别人说他干哪样事不行的时候，他才会偶尔表

①常青藤盟校：指 8 所美国东北部历史悠久的名牌大学，包括哈佛大学、耶鲁大学、普林斯顿大学、宾夕法尼亚大学、康奈尔大学、达特默斯学院。这些学校以体育竞赛互相交流，以择优录取为原则，给每个学生创造很好的学习环境。常青藤学校通常又被称作贵族学校，因为它们历史上培养出很多杰出的政治家、企业家和文学家。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现得叫人眼前一亮。中学毕业后，他在德州滞留了一段时间，后来北上密歇根，相继做过好几个蓝领性质的工作。有一阵子，他在一家生产自动点唱机的工厂做工，这时候，他的亲生父亲又出现在他的生活当中。他父亲名叫约翰·F·奈夫，在俄亥俄州开着一家批发汽车配件的小公司，是个精力旺盛、事业成功的推销员。他叫儿子来和他一起干。不过，为父亲工作也未达到他希望的成就。于是，年轻的奈夫就离开父亲，闯他自己的前程去了。这一次，他选择了加入海军。分别之际，父亲送给他一样礼物，向他推荐了一项无风险投资。航空设备公司是一家上市公司，老奈夫批发的汽车配件就是它的产品。他向儿子保证，往这家公司投资，准保万无一失。约翰·奈夫接受了父亲的建议。从此以后，做父亲的再也不必用语言来证明他的建议有多么英明了，因为这只股票一路上扬，真的是稳赚不赔。

求学经历

对于这个天生聪慧、又不喜欢被人强迫命令的水手来说，海军并不是个理想的地方。“我总是热情洋溢，口无遮拦，喜欢表达自己的意见。”奈夫说，“有一次，一个家伙把我拉到一旁，劝我说：‘你得学着说点粗话嘛。’其实我并不是那种文绉绉的人，但你知道，在我们的船上，只要一张嘴就没有不带脏字儿的。”除了说话味儿冲，军中某些特定的氛围也令奈夫痛感到，一定要想法子继续受教育。他回忆说：“自从我上船那天起，水手长的老婆就盯上了我，整天对我呼来喝去，把我支使得团团转。我心想，如果不愿意一辈子像这样受人欺侮，就应当再去念书。”服役期满，他就报名参加了托雷多大学的一个本科进修班。由于他有从军经历，在学分上有照顾，所以，他只用了两年时间，就通过函授完成了大学课程。但是更重要的是，在学习期间他有缘结识了“价值投资之父”本杰明·格雷厄姆的高徒西德尼·罗宾斯教授，也从此对价值投资有了一定了解。“给我们授课的教授，既有搞学术理论的，也有注重实践的，这种完美的组合真是非常有益。你可以把学来的知识很方便地应用到工作实践中去。”罗宾斯教授是个循循善诱的好老师，在他的指导下，奈夫发现自己对金融业有着浓厚的兴趣，还找到了入门的诀窍。“我简直入了迷，”奈夫回忆说。他有生以来第一次在学习上有了主动性。毕业时，他得了全优，还获得一个特别荣誉奖。这个奖项一般只有金融专业的学生才能得到，而他只选学了两门金融方面的课程，能拿到了这个奖，实在很不一般。

1955 年 1 月份，一个严寒的冬季里，快要毕业的奈夫靠搭便车前往纽约，希望找一份股票经纪人的工作。没有人替他报销路费，也没人请他赴宴，他只能在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



YMCA[1]的帐篷里栖身。凭着一期《巴伦周刊》上的信息，他分别拜访了四个鼎鼎大名的经纪公司，包括美邦公司、美林证券、布林特-伊斯特曼-迪龙公司和后来并入培基证券的巴赫公司。前三家都一口回绝了他，只有巴赫公司答应给他一个见习证券分析员的位置，因为他们觉得，只有在这个位置上，他那缺乏权威性的沙哑嗓音才不会给公司造成损失。但是，证券分析员这个工作并不合奈夫的意，他想要的是能够买卖证券的活儿。于是，他就回到了俄亥俄州，在那里，一家银行的信托部给他提供了一个职位。等着他的，还有他年轻的妻子莉莉，一个宁静安娴的中西部女子。

① YMCA：基督教青年会(Young Men's Christian Association)的简称，这是一个世界性的基督教青年团体，一个以推动志愿者运动为宗旨。它所属的青年旅社为青年旅行者提供廉价的短期住宿服务。(译者注)

天生佛相

奈夫加入克立夫兰国民市立银行，在那里度过了八年半“非常有益的见习期”。同时，他还在业余时间进修了西储大学(Western Reserve，现已更名为“凯斯西储大学 Case Western Reserve”)的MBA 培训课程。不久奈夫便在银行里结识了一位年轻的投资经理，名叫比尔·罗，他们成了好朋友。直到现在，两人还年年结伴出行，一起打上几天高尔夫球呢。罗回忆说，奈夫初进银行的时候，他的投资理念就和现在基本上一样。在选股时，他会首先考虑那家公司的市盈率是否过高。罗说：1957 年时，奈夫住的是价值一万美元的排屋，[2]名下只有 500 美元的股票；现在，奈夫虽然已经是社会名流了，但他的性格和外表与当年那个奈夫没什么两样。“约翰天生一副佛相，只不过穿着西装、打着领带罢了。”阿尔特·波阿纳斯是奈夫在银行里的另一位同事和朋友，在他的记忆中，奈夫初到银行时是一个精力充沛、热情洋溢的人。“他是那种个性奔放的人，并不善于谋略。”波阿纳斯与奈夫意气相投，在工作上，又是一位有经验、可信赖的顾问。他曾向保守得近乎呆板的银行投资委员会建议，向钛矿业投资。当时银行所奉行的是规避风险的投资策略，而他的想法和银行的大方向完全是背道而驰的。自然，他的建议一开始就被束之高阁。可是，在奈夫看来，这段往事恰恰说明，他和波阿纳斯两人“在分析问题时是真正做到了溯本归源，抓住了根本。当然，在大多数

②排屋：attached house，也叫多联别墅，与独立式别墅的概念相反，由多户人家连在一起，墙与墙联接，前后有独立的进出口，有单层的也有多层的。(译者注)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情形下，我们建议的项目要比开发钛矿更具有可行性”。

波阿纳斯是位训练有素的经济学家，他的见解极大地影响了奈夫对推动市场宏观经济力量的理解与把握。“我们的分析方法古老而基本，由细微到整体，不厌其详。”奈夫回忆道，“后来，当我成功地开办起自己的公司之后，我进一步发展了这种方法，用以调整温莎基金看似胆大妄为的投资取向。”

奈夫升任银行证券分析部副主管以后，说话愈发地有分量，很快超出了这个低层职位所固有的影响力。当他发现机遇时，总能表现出非凡的说服力，把自己的想法推销出去。一般情况下，银行的研究报告总有七八页那么长，而奈夫只须用一页纸，就能成功地说服银行投资委员会向宝丽来公司投资。那时候，彩色照片才刚刚出现，宝丽来的股价是每股 200 美元。奈夫预测道，几年之内宝丽来股份便能涨到每股 1 680 美元的天价。尽管宝丽来公司后来采取了拆股措施，降低了每股价格，但综合地看，他的上述预言还是得到了完全应验，毫厘不爽。然而，他的事业并不是一帆风顺的。1962 年，股票市场经历了一次痛苦的衰退，这也是奈夫事业上无数个“之”字形曲折当中的一个。宝丽来股价大跳水，仅时隔几星期就从每股 240 美元跌到了 80 美元；IBM 则从每股将近 600 美元跌到了 300 美元。与此同时，大批蓝筹股由于价格急剧下跌，一下子变得无人问津了。像后来发生的许多次市场低潮一样，这次衰退发生在蓬勃向上的经济形势之下，事前人们看不出任何商业周期转向低迷的征候。也许，股市这种阴晴莫测的禀性并不是没有来由的，它承袭了 23 年前 1929 股市大崩盘的传统。无论如何，1962 年的这次衰退对于奈夫的人生轨迹产生了重要的影响力，他要为自己的未来发展搭建适当的舞台。

奈夫和银行之间的分歧日渐明显。奈夫追求发展，即使这意味着要他转行去做股票买卖。虽说投资宝丽来这个项目是成功了，但是他还有许多更有创见的建议，却无人理睬。那时候，银行的投资理念是“买入并长期持有”，一只股票握上几十年的情形也不希奇。按他们的想法，哪怕持股人死了，他的继承人也能继续受益；而且，那样似乎更好，因为那就用不着交遗产税了。“等一只股票涨了 10% 就出手，这种生意我们银行可不感兴趣。”罗说，“约翰决定自主开业，这是个明智的选择。”

加入温莎基金，使得奈夫摆脱了银行的那种“观念滞后”的氛围。但是他刚刚投入的这个环境，也还未摆脱上次经济衰退的影响。当时，温莎基金自成立起只有四年的历史，正逢股市大滑坡，大盘跌了 9%，而它所掌握的资产价值则损失了 1/4。所有的股东和经纪人都愤懑不平，而基金会的董事们却被形势吓破了胆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于他们应对不力，使得局面更加恶化了。出于惊恐，他们不敢继续持有那些遭市场冷遇的股票，在偏低的价位上抛出了大量蓝筹股。这样一来，在接踵而来的蓝筹股反弹行情中，温莎基金又没能占到有利地位。1963 年，温莎基金的收益增长率只有市场平均增长率的一半。在面试时，温莎基金的董事们对奈夫的要求并不高，只要他能把基金经营得赶上市场平均水平就可以了。有讽刺意味的是，这样一片愁云惨雾的景象，正是奈夫后来选股时比较中意的气氛。

拯救温莎

转眼到了 1964 年 10 月，奈夫已经在温莎基金取得了领导地位，也适应了这一行业里的高度竞争氛围。在一篇写给基金董事会的长篇备忘录中，奈夫拿温莎基金与 Dreyfus、Putnam Growth 等五家在同业中领先的共同基金作了一番对比，对当时只有数十家共同基金共存的投资市场进行了一次合理的剖面分析。

那时候，温莎基金在市场上的规模只能算是中等偏下，它所经营的都是一些人所共知的成长股，一般都有着很高的市盈率。“正如许多其他的投资管理者一样，温莎基金的经营主要是靠对市场行情的反应，而不是对它的预测，”奈夫分析道。温莎基金成立于 1958 年，隶属于威灵顿管理公司旗下。起初几年，适逢前苏联刚刚发射了第一颗人造卫星，催生了股市的“电子繁荣”。温莎基金乘着这股东风，创造了很不错的业绩。

不过，是泡沫总有破灭的一天。“等到美梦醒来，就该你掏‘学费’了。这是不可避免的。”奈夫说，“低潮到来时，不仅是本益比大幅下跌，而且人们最终发现，许多看似风光的公司不过只是圈钱的花架子。我并不是说，这些公司的存在不合法，但它们确实是徒有其表，不能长久。结果，你不光在股息方面受了损失，还会因为这些空壳公司的本益比陡降而赔钱。一时间，好像所有的倒霉事都找上门来了。”巨大的损失吓倒了基金会那些衣冠楚楚的董事们，他们在极端恐慌之下，一个劲儿地抛盘，以避免更大损失；当大盘已经见底的时候，却仍然持保守态度，不敢吃进。“这样一来，你便失去了在后来的市场复苏中本应有的翻身机会。需要你甘冒风险的时候，你却失去了勇气。”

衡量式参与

在 1964 年 10 月写给温莎基金董事会的备忘录中，奈夫首次提出了所谓的“衡量式参与”投资理念。从此以后，“衡量式参与”成了温莎基金 30 多年一贯奉行的经营思路。而且，也许奈夫当时还不曾想到，他的这一思想还具有分水岭式的重要意义：它打破了投资界的固有思维模式，不是按行业来划分投资组合的资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配置，而是开始讲求投资组合的结构配置和多元化。这一理念逐渐发展，到今天已经得到了投资业界的普遍认同和追随。在当年的那份备忘录中，奈夫通过一般性分析，指出了五大投资领域：

1. 知名度高、市场潜力巨大的蓝筹股；
2. 市场潜力巨大、知名度高的成长股；
3. 知名度较高、但还不足以列入第二类的成长股，原因可能是由于公司方面市场推广能力稍弱，或投资大众对它存在认同方面的差异。
4. 未得到投资界普遍认同的低知名度成长股；
5. 由某些特殊情况带来的投资机遇：如，突然发生的大幅逆转、周期性行情、公司管理流程的改进，等等。

在提出这一理念的同时，一向精明谨慎的奈夫还警告说："正如所有的分类系统一样，衡量式参与并非没有弱点。这要取决于你用什么眼光去看待它。它不是解决一切问题的万灵丹，而只是一种尝试，希望能以新的视角去审视充满竞争的基金投资业。"

接下来，奈夫指出，在温莎基金当前的投资组合当中，蓝筹股的分量略显薄弱——而蓝筹股都是证券市场上的"重量级实力派"，一旦它们东山再起，温莎基金的总体业绩必然受到影响。作为温莎基金的新任经理人，奈夫委婉地批评了董事会决策者先前有欠沉稳的经营作风：

"实际上，我们温莎基金持有福特 (Ford) 或 G. M. 公司的股票，无论从哪方面来说都不是坏事：既能切实地提高业绩，又有利于我们基金的外在形象。当前，加强对蓝筹股的投资力度会带来几方面的好处：首先，有助于增加收益；其次，只要选股对头，无论股市大的走势是升是降，蓝筹股都能提升我们公司的业绩；第三，这一举措甚至能在资产流动性方面提高我们公司的客户满意指数。我们有必要在这一投资领域更大胆地出击，因为这里总有令人欣喜的潜在机遇。要知道，证券市场有它的短视性，投资大众迎合潮流而动，对'非主流'的分析意见一般听不进；在他们眼里，失势的公司就没有投资价值，哪怕它本身是一流的。所以说，我们的投资机会就在这里。"

在这份备忘录中，奈夫表达了他在"风险分散化"[①]和"本益比"两方面的主要见解：

①分散化：在一个投资组合中将资产进行多样化合理配置，从而减少整个投资组合的波动性风险。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"我们公司过去的部署，是把资产充分地分散于这一（高知名度成长股）领域，在收益上不求最高，取其均衡；而在风险应对方面，不把所有的鸡蛋放在一只篮子里，就能减少总体的风险。鉴于目前证券市场的规范化程度已然很高，突发性大崩盘的发生几率很小。所以，我们面临的投资风险主要来自于本益比的下滑，而不是上市公司的业绩恶化。我认为，我们在这方面的大方向是正确的，只是需要进一步强化投资力度。"

奈夫自己有着一套明确的投资方针，那就是投资于那些未得到广泛认可的成长型公司，即低知名度成长股。在这一方针指导下，温莎基金开始了历史性的大转折，大量的投资指向了一个人人熟知却不太理解的领域——目前处于低迷状态、但有希望东山再起的股群。"过去我们在这个领域里的投资是有一些问题的，那就是，没能识别并抓住那些令人兴奋的投资点。"

奈夫说："我们看到，先前被我们忽略的这些股票现在成了超一流的热点，而我们由于没能在竞争中把握住机会，致使公司业绩受到明显的影响。我认为，汲取以上教训，我们在今后的经营中，应当给予投资组合经理人更多的时间，不能太急功近利。因为，在投资过程中，你有时会比平常冒更大的风险，也有可能选择一个看似'不利'或'冷门'的战略地位。而要权衡或评估哪些领域将有戏剧性的涨幅，就非得放在一个长期的背景下着眼不可。"

热衷于基本面分析

归结起来，奈夫的低知名度成长股选股方略共有十条，它们都反映着奈夫对基本面分析的热衷：

1. 本益比低于市场平均值；
2. 已经或能够证实其基本涨幅等于或大于 7%；
3. 收益保护率在 40%左右；
4. 公司在明确的成长领域中占据龙头地位；
5. 购入股票的比例，不超过其浮动股[①]总数的 5%；
6. 透彻了解该公司的市场优势及客户对其产品的需求情况；
7. 公司历史盈余，保持持续增长的纪录；
8. 无周期性衰退风险，除非它的本益比特别低，能抵偿这方面

① 浮动股：指在证券市场不断流通的股票。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的不利因素；

9. 如遇压力，也能保证与公司管理层畅通无阻地进行沟通；

10. 对行业相关信息进行过深入调查。

温莎基金把总部设在宾夕法尼亚州弗吉谷的郊外。在这远离华尔街喧嚣干扰的地方，奈夫以稳健的风格操纵着他的投资机器，把他的投资理念付诸实践。“身在偏远之地，这有可能让人的视野更加开阔，”奈夫说，“因为可以不被卷入情绪化的漩涡。”

奈夫很注意避开华尔街上情绪化的投资风潮，他只是在完成了详尽的调查之后，才会对行市热点稍作考察。“我们的调查分析基本上是独立进行的，”他说，“偶尔会参考华尔街的分析结论。但华尔街的结论是经常变化的，分析的覆盖面也随时会扩大。这一点对那些不肯自己‘做功课’的投资机构是个教训，他们在市场上的身份不是研究者，不过是买家而已。”

追求价值的人

价值投资法，在温莎基金的投资分析师吉姆·莫迪看来，就是寻找有诱人前景的公司作为投资对象，以低于一般投资者预期的价格买入它的股票。它有一种逆潮流而动的性质。“我们所投资的公司，其背景消息并不都是利好的。但是，一旦有好消息的时候，它就可能扶摇直上。”对于成长股来说，情况则恰恰相反：大家都知道，像可口可乐这样的大公司是投资大热门，也必定会有光明的前景。

所谓的“价值股”，对那些热衷于高知名度股票的投资者，并没有吸引力——只有当它狂涨过后，他们才会承认它的价值。按奈夫的说法：“你要买的，就是那些在股市上饱受挫折、没人看好的股票，公司各种分析图表也糟到了惨不忍睹的地步。如果所有的投资者都对它退避三舍，那才好呢。”浮华落尽之后，剩下的就是诱人的价值之核，表现在它的收益率和成长率两个方面。如果基本面分析无误，市场迟早会再认识到它的价值。这将是个逐渐升温的过程：起先，“华尔街上28位顶尖分析家当中会有些人转变态度，开始看好这只股票”；而出自他们的好评又会影响到职业投资人士，在他们的众口推荐之下，股市上逐渐形成了争购的势头，甚至不想买的人也要对它格外留意。

温莎基金对信诺公司的投资就是一个方便的例证。这是一家集保险业务与保健服务于一体的大型公司。“我们持有信诺的股份前后达四年之久，这中间经历了多次跌荡周折。信诺公司的业务分为两大块，其中，医保服务这一块做得相当出色。可以说，它是美国最大的公立医保服务机构。但是，它的财产保险业务却经营得不够好。一般认为，由于近期发生了与石棉及有毒废弃物相关的保险索赔潮，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险业必定要拿出三四千亿美元的大数目来应付这个局面。”但奈夫认为这个数字估计得过高，事实证明了他的判断——实际发生的赔付额还不到 500 亿美元，甚至比奈夫的估计还要低些。“当统计资料公布后，大家认识到有机可乘，再加上医保服务业原本就有着良好的业绩，于是它一下子成了投资界的亮点。在华尔街分析家们的推荐之下，信诺公司的股价一举翻了 3 倍。”

如果所有的冷门股都能来个咸鱼翻身，那自然是再好不过；可惜，事情并不总是如人所愿。“要是每次投资都能获利，那事情就太简单了。但在投资过程中，形势的发展有时不以人的意志为转移。”奈夫说道，“起初的一年是‘蜜月期’，由于这些股票在买入时已经饱受打压，所以在头一年里再度走低的可能性不大，你的本金也不会受什么损失。根据对基本面的分析，你心里对这只股票未来的涨势会有个预期，持股将满一年的时候，这些股票中大概有 3/4 能满足你的期望。而剩下的那部分，则有两种可能：一是需要耐心等候行情，不然的话，就是你的判断错了。”

复合式大企业的崩溃

在所有出了岔子的投资当中，奈夫特别举了美国工业这只股票的例子，把它看作自己最失败的一次投资。“那是一家复合式大企业，而市面上的大风向正是集团股走低的时候。60 年代末期，海湾、西部、灵通沃等几家大企业集团在股市上风光无限；然而到了 70 年代初，它们的股票却失去了原来的魅力。当时，我们的资金中有 16%都投在复合式大企业上，美国工业就是其中之一。”在投资运筹当中，手法奇巧的人会明智地分散部署手中的资金。“我们的失误却在于，没有认识到在关键之处还应当集中优势力量，”奈夫说。由于集中不够，美国工业失去了规模经营的优势。等到温莎基金终于把手中的“美国工业”股票全部甩出之后，总地一算，原来的本金已蚀去一半。将近 20 年后，悲剧再次上演，温莎基金又向储蓄银行业投入了一大笔钱——结果赔得和上次不相上下。

70 年代初，温莎基金经历过一场长达 3 年之久的困难时期，在这期间，温莎的收益率大大低于市场平均水平。在 1973 年的年报当中，奈夫对此做了解释。虽然身处不利境地，他的语气仍然坚忍而泰然，满含着希望：

“在这种环境下，我们将继续奉行本基金的一贯主张，正如本杰明·弗兰克林多年前所指出的：我们要‘胸怀大志，勤奋进取，坚守诚信。充满自信、艰苦不懈地奋斗，还要有耐心，有恒心，有勇气，有能力，善决断。要培养长远的眼光和想像力。’”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在我们看来，目前市场的不景气并不足以令人畏怯，反而是一个机遇。我们相信，在不远的将来，当我们回首往事的时候，必定会把这一段与50年代初期的情形相提并论。那个时期和现在一样，也有不少好的公司股票市价偏低——有些只有四倍或五倍的市盈率——这就给那些有真知灼见的投资者提供了大好的机会，使他们能够在以后的几年当中，获得丰厚利润。”

时至90年代初，阴郁的幽灵再次笼罩在温莎基金的头上，久久徘徊不散。这次业绩衰退主要是由基金在金融服务方面投资不利造成的。“1989和1990这两年，我们基金真是大伤元气，总体表现大大低于预期。当然，有些金融服务机构实际上是有盈余的，花旗公司（Citicorp）就是个例子；但还有一部分亏损的，我们基金就持有一些亏损公司的股票。总地算来，我们的亏损额达数百亿美元之巨。要从这样沉重的打击之下恢复过来，当真要用上很长一段时间。”

奈夫坦率地承认，以他的投资风格，更适宜于在沉寂低迷的市场氛围下运作，而不是在行情高涨的时候进行意气风发的角逐。当行情驶入快车道时，温莎基金的表现就常常不是太好了。“我们所希望的，最好是那种黯淡低迷的行市，在那种局面下我们才能发挥出最高水平。”

作为一种投资风格，价值投资法深深地吸引着奈夫。这种理念最早是本杰明·格雷厄姆和戴维·陶德在两人1934年合著的《证券分析》这一经典著作中提出来的。想当初，1929股市大崩盘余霾未尽，正是这两位先驱者的研究与著述，为约翰·奈夫及其他一批价值型投资者预先铺平了前进的道路。在这些投资者当中，除了约翰·奈夫，还有著名的投资大师、被誉为“股神”的华伦·巴菲特，他是格雷厄姆的弟子，曾跟从格雷厄姆在哥伦比亚大学金融专业学习。

奈夫承认，自己的投资理念深受格雷厄姆和陶德的影响；然而，在此基础上他又对前辈的理论做出了独特的发挥。1988年，温莎基金“宏图大展”，一举创下30.3%的年收益率，高出标准普尔500平均指数将近一倍。在温莎基金当年的年报中，先锋集团[①]董事长约翰·C·伯格尔赞许地说：“这种以低本益比、高

①先锋集团是美国一个庞大的管理共同基金的投资机构，创办人为约翰·伯格尔（John Bogle），总部设在美国费城。该公司现在管理着包括温莎基金在内的120多种共同基金，资产高达5500亿美元，股东人数多达1400万，是过去十年中增长最快的共同基金。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股息和账面价值坚实为特色的'价值投资法'，即使从源头上说不是奈夫先生的发明，但他确实为它的定型和推广做出了极大的贡献。"

本益比射击赛

据传说，奈夫曾经把价值投资法说成"买入让你痉挛的股票"。在他看来，"价值投资"这种提法的意义还不够明确。"那都是投资咨询师们使用的词句，是从旁观者的角度来看的，"奈夫说，"我的看法是，这个名称含义太模糊了。价值投资，可以代表多种意思，是资产价值呢，还是现金流量？或者是其他什么东西。所以，戴上这样一顶帽子，总让我不太舒服。不如说，我们是专门瞄准低本益比的射手吧。这才是我们真正做的事情。"

在证券市场上，每股股票都有市价。另一方面，各上市公司都要公布盈余比例，即每股收益率。一般情况下，奈夫用各股每年前八个月的收益数字来估算它本年度的收益率，而用其余四个月的收益数字来预测下一年的表现。他认为，这可以算作一种不偏不倚的中庸之道。而按普遍的做法，你一方面得紧盯着过去十二个月实际发生的收益数字，另一方面，在预测未来收益的时候，却面临着缺乏根据的问题，在操作中主要得靠个人的技巧、判断力和经验。此外，在很大程度上还要靠运气。

做完收益率的预测，下一步就是计算本益比。用每股的市价除以每股盈余（或称每股收益），就得到了这只股票现在的本益比。比方说，有一只股票，它的市价为 20 美元，每股盈余 1 美元，它的本益比就是 20 倍。公式如下：

本益比 = 每股市价 ÷ 每股盈余

你不用自己动手做算术，大多数报纸的股市专栏都刊登这方面的信息。挨着每日最新股价栏，准有当天各只股票的本益比统计数字。

历史上，列入标准普尔 500 指数的各大公司股票中，比较热门的股票本益比都在 15 到 25 倍左右。在大盘涨势强劲的情形下，最"牛"的股票本益比可能达到甚至超过 50 倍。比较出格的一次是在 1973 年到 1974 年间。那时候，投资大众抱着不切实际的信念，认为像麦当劳、伊士曼-柯达和 IBM 这样的超级成长型大公司，将永葆青春、长盛不衰，它们的股票会永远供不应求。在市场的狂热追捧下，"顶尖五十大盘股"的本益比竟一度高达 90 倍。然而，不久之后，虚高的股价和本益比就一下子从巅峰跌进了深谷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大屠杀与糖果铺

在大多数股民眼里，“顶尖五十大盘股”的颓然败落如同一场惨烈的大屠杀。但奈夫却怡然自得，像是进入了可心的糖果铺，把别人丢弃的“滥”股票一一拣回自己的筐里。到了1975年，他的苦心结出了硕果，温莎基金当年的收益率高达54.5%，比市场平均值高出17个百分点还多。其中业绩最佳的一些股票包括：麦克林货运（+100%）、比萨屋（+136%）、爱迪逊兄弟连锁商场（+137%）、乔纳森·洛根公司（+143%），以及怀特统一实业公司（+172%），等等。

1973年，就在“顶尖五十”跌到最低谷之时，本杰明·格雷厄姆在他的《智慧型投资人》一书中，指出了低本益比投资法的好处：

“股市上常有这样一些股票，由于拥有出色的成长业绩，或者因为其它一些原因，显得十分抢眼。在这种情况下，投资大众常会对它们的价值估计过高。如果承认这一点，那么，出现低估——至少是相对低估——某些冷门股的情况也是符合逻辑的：这些股票常常是由于短期发展不够理想才遭到冷落。我们或许可以把这种情况认作股市的一条基本规律，并且从中得到一点启示：某些针对这种情况的投资策略应当是可行的。虽然看似保守，但有着美好的前景。”

格雷厄姆劝告投资者盯住那些较大的公司。这么做是出于两种原因：“首先，他们拥有雄厚的资本和人力资源，足以帮助他们渡过难关，重获令人满意的收益水平。其次，对大公司的复苏迹象，市场的反应也相对快些。” 在书中，格雷厄姆举出十个公司为例，它们在道·琼斯工业股价平均指数的上榜公司中，是本益比最低的，也是价钱最便宜、最乏人问津的。格雷厄姆对它们的表现进行了跟踪调查，结果表明：如果采用这种被戏称为“狗不理”的投资策略，在1917到1933年之间，可能不会有什么收益；但是，在1937到1969年这32年当中，“廉价股票的表现，明显超出平均水平”。在最近一段时期，这些股票更是普遍有上佳表现。

策略的本质决定了结果。在搜罗低本益比股票的行动中，获选的公司无一不是晦气重重，笼罩在一片愁云惨雾之中。当一家上市公司表现不再那么强劲，甚至只是出现了发展趋缓的迹象之时，不等公司财务报告表明收益下降，它的股票本益比就会首先昭示出滑坡的势头。市场嗅到了变化的味道，这只股票的吸引力随即下降。假设它的本益比是25倍，而新入市的投资者若买其它股票，只需付出20倍的本益比，就能赚到同样多的利润。也就是说，哪怕这只股票每股能盈利2美元，它也会因为失去人气而滑坡——不利的消息越传得可怕，滑得就越深越快，而此时真正的收益下跌、多半还没显现出来呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果单纯是收益率下跌，投资者的损失可能只在每股 10 美分左右；但假如本益比一下子从 25 倍跌至 20 倍——在成长率放缓时，这种情况并非不可能出现——你就可能看到，原来每股 50 美元的股票一下子滑落到 38 美元，足足跌了 24%。股市上常有这样的情形：一家财力雄厚、健康发展的公司，只因分析家认为它的收益增长率无法达到预期水平，它的股票本益比就会大幅跳水。要找这样的例子，你根本不必费力。按奈夫的说法："这种事每天都在发生。"

赌一个美好的明天

本益比的大幅下降，显示出投资者对这只股票已失去了兴趣——因而它就有可能值得一买。"判断股票的好坏，最终要靠本益比来说话，"奈夫说，"特别是，真正低的本益比。"而那种先期曾创出 40 倍的本益比、后又跌到 20 倍的股票，却不是奈夫感兴趣的类型。也许，相对说来，它是有投资价值的，但它的本益比还没低到奈夫要求的水平。"本益比要低到超低水平，那才是获利的根本。"

本益比缩水百分之四五十，再加上符合预期水平的五年收益成长率——这通常代表着投资的好机会。不过，别忘了，要认定这一点，还有两个先决条件，那就是：公司的财务状况良好，并且占据一定的市场优势，便于领先行情。具体点说，如果一家公司的年收益增长率是 16%，而它的本益比若在 8 或 9 倍左右，便比较合乎奈夫的口味。

买入时本益比越低，预期的总回报率就越高。按奈夫的计算方法，可显示为下面的公式：

总预期回报率 =（收益增长 + 股息收入）÷ 本益比

如果把实际数字代入这个公式，你会看到，结果是相当惊人的。比方说，奈夫买入一只本益比为 10 倍、年收益成长率为 16%的股票，如果他的判断正确，结果他将得到 60%左右的高额回报。倘若能够在本益比为 8 倍的价位上买入，那么持股一段时间后，他的回报率就会陡然跃上 100%的水平线。当然，这一切都必须在形势发展与预测相符的前提下才能实现——但奈夫的预测总是那么准，很少会失误。

按奈夫的持股标准，收益成长率的上限设在 20%到 22%左右。"超过这个水平，额外的风险就太大了，"奈夫解释道，"我们的平均持股时间是五年，比一般人都要长。因此，成长率达到 22%的水平就该放手了。"其实，在奈夫所管理的股票当中，留到这么高值才出手的极为少见。奈夫的战略通常意味着在市场低端的股群里淘金，而相对来说，在这个股群里，收益成长率达到 19%的就算很高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实行低本益比战略，常会把成长率较高、吸引力很强的个股排除在考虑范围之外。在奈夫主持期间，温莎基金持股的平均本益比通常在 9 到 11 倍左右（不妨比较一下，福斯特·佛莱斯所经管的股票本益比要比这高得多，低于 16 倍的股票他很少买进）。“我们从未买过可口可乐的股票，”奈夫说，“不过，大多数别的股票迟早都难免有落入低本益比区域的时候。31 年间，我们只买进过两只医药类股票，也从未打量过仪器制造业股票。除此之外，其他类别的股票我们全都经手过。”

股市上的明星公司也会时不时地失宠，从而掉进温莎的视野。1994 年，有传言说，英特尔公司的新型芯片在设计上有个漏洞，会影响到计算，结果导致英特尔的股价滑坡。于是，温莎基金便不失时机地买进。“这可是千载难逢的事情啊，”奈夫说，“但机会恰恰被我们碰上了：一个有着传奇般业绩的、曾在微处理器制造方面打败了日本人的大公司，它的本益比居然只有 8 倍！那一年，英特尔股票虽然没有分红，但它的收益成长率是 15%，我们就决定吃进它，不能错过这个大好机会。”

股息：你的朋友

许多投资者喜欢收益成长率高的股票。但奈夫在做出判断时，更重视不那么起眼的股息收益率。所谓股息收益率，或者叫做当前收益率，代表着一个公司付给股东的红利有多少，是以股息占股票市价的百分比来表示的。假设某公司股票价格为每股 50 美元，而每股的股息为 2 美元，它的股息收益率就是 2%。

股息收益率随股价波动：股价越高，股息收益率越低；而本益比与股价成正比。因此，可以这样理解，股息收益率与本益比之间的关系是成反比的。遇到牛市，带动股价高涨，本益比也随之上升，股息收益率就会相对降低。因此，牛市中的高股息收益率往往说明一个公司的股东红利多，代表着高投资价值。而在牛市中寻找高股息收益率的投资者，往往都是价值型投资者。1997 年 12 月，菲利浦·莫里斯公司[①]给予股东的股息收益比例达到 3.6%，在道·琼斯指数上榜公司当中是最高的。而在一般情况下，经营正常的公司，其股息收益率都在 2%到 4%之间。当牛

①菲利浦·莫里斯公司：美国著名烟草公司，其著名品牌为“万宝路（Marlboro）”。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市走到最高点的时候，股价升到巅峰，股息收益率是最低的。如果在长期熊市之下，股价较低，或者当上市公司因面临不利形势而股价走低，其股息收益率就会比较高。

股息收益率是投资者判断投资回报的最切实凭据。假设有两家公司摆在面前，一家的收益成长率是 13%；另一家收益成长率只有 8%，但股息收益率较高，达到了 5%，你会选择哪一家呢？约翰·奈夫通常会选择股息收益率高的那家。[1]因为，“格雷厄姆和陶德会告诉你，在选股时，有保障的股息收入，以及代表股息收入水平的股息收益率，比其他原因带来的收益增长重要得多。”奈夫如是说。

“上市公司的市盈率，哪怕是已经表现在财务报告当中的，也可能有各种各样的解释，”奈夫说，“但股息水平在某些方面则是确定无疑的。这种数字是实在的、可以计算的，而且每个季度都公布一次。”股息收入也是应纳税的项目，会影响到投资回报率；然而，至少有一点你可以安心：该纳多少税，你能做到心里有数。另一方面，本益比所带来收入就不那么稳定了。实际上，本益比可以说是瞬息万变——只要机构投资者嗅到了一点风声，说某只股票下季度的收益率将低于预期，眨眼之间它的市价、本益比就会跌到谷底。遇到这种情况，动作稍慢一步的投资者便只有叫苦连天了。“然而，大幅削减或停付股息的情况却相当少见，”奈夫说。对公司管理层来讲，削减股息属于万不得已之策，即使在极端危难的情况下也很少使用。

令奈夫不理解的是，为什么许多投资者一心追求成长率，却对股息收益率不屑一顾。奈夫觉得，一只收益成长率为 8%、而股息收益率为 5%的股票，它的吸引力比一只单纯有 13%收益成长率的股票强得多。除了能拿到红利之外，有股息收入至少还为投资者提供了“保底”因素——在此基础上，如果本益比再有上扬的余地，那就更理想了。而且，当股价久久徘徊之际，你至少能收获一些切实的利益。总之，只要股息收益率没有得到投资大众的青睐，这个指标就是奈夫打败市场的投资利器。因为，收益成长率低而股息收益率高的股票，其本益比总是低于那些收益成长率较高的股票。

①1997 年，克莱斯勒（Chrysler）公司的情况正符合此处的描写。而奈夫本人恰恰是克莱斯勒的董事之一。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特立独行

论到投资的分散性，奈夫在这方面绝对是个特立独行、敢于打破常规的人。在他退休时，温莎基金掌管的资产总额为110亿美元，其中70%集中投在为数不多的几个市场类别上，而其中的一大部分又集中投在少数几只股票上。以基本材料类股票为例，奈夫退休之前，这一板块在温莎基金投资组合中占有23.4%的额度，几倍于其在标准普尔500当中的相对比值。而金融服务类股票占的比例高达20%，也大大高于在标准普尔500中占的比例。温莎持有的股票当中，有37%属于银行、基层存款机构和保险公司这一类别。而在1990到1991年间，虽说金融服务业占有12%的市场份额，但投资大众根本不看好这类股票。"我们就是要证明些什么，"奈夫说，"当然，这么做会带来额外的风险。"

《巴伦周刊》前任编辑，专栏作家阿兰·阿贝尔森评论说，奈夫和富达基金的荣誉理财经理彼得·林奇两人在分散投资这方面有着极大的不同。他说，林奇是看到前景不错的股票就买进，哪怕他经营的麦哲伦投资组合中，股票数目达到数百只也不在乎。而奈夫呢，他更喜欢把鸡蛋分放在有数的几个篮子里，然后全神贯注地看好这几只篮子：80年代早期是石油类股票，1982年是服饰零售类股票，1990年是克莱斯勒，而在1989到1992年之间，他又转到了金融服务类上。

就在别人大力宣扬分散投资的好处时，奈夫却对投资大众提出了警告：投资过度分散很难获得出色的绩效。痴迷于大面积分散投资，结果肯定是业绩平平。奈夫写过一篇名为《投资指南》的文章，1994年发表在《个人理财》杂志上。他在文中说道："凡投资于共同基金的人（有的还不只投资于一家），大多数犯了分散过度的毛病。"

是什么让奈夫总能高瞻远瞩，超出芸芸众生之上？那就是他的经济学信条。"我深信，任何一个有价值的投资经理人，都必须是半个经济学家，"奈夫说，"比如，在经历过1987年的股市暴跌之后，一般人都以为，股市下跌25%，必定引起恐慌，造成消费水平下降。而我们却说：这算得了什么！你到皮若亚、到奥什科什[①]去看看，普通老百姓才不在乎哩。只要他们还有工作，

①皮若亚（Peoria）：美国城市名，位于伊利诺州。奥什科什（Oshkosh）：美国城市名，位于威斯康星州。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的邻居也都有工作，他们还会照样儿花钱的。结果表明，我们是对的：1988年美国并没有发生经济衰退。”

1987年底，出于对经济前景的乐观预测，奈夫往股市上投入了7.5亿美元的巨资。对此，《巴伦周刊》评论道：“天生的反潮流：奈夫又赶在熊市吃进股票了，原因是价位低，又有较大选择余地。” 其实，早在1982年6月，《巴伦周刊》已经对他有过类似的评语了：“约翰·奈夫是个彻头彻尾的反潮流者……当别的投资者都望风而逃时，他却毫无顾忌地大举吃进。”

逆向操作大师

逆向操作，这是什么意思？与正统观念背道而驰？这种人太容易找了。“大家都以为这样就算反潮流。每天的报上都有这种人的消息，大街上也到处都是。”奈夫说，但紧接着，他又补充道，光是下意识地反潮流并不足以让你发财。“除了有这种叛逆精神，你还必须站在正确的立场上。换句话讲，大众的想法并不总是错的，只不过有时运气不在他们一边罢了。所以，你得认清形势，不要为叛逆而叛逆。只有在你的叛逆行为符合股东利益的情况下，才能得到好的结果。不过，在股市上，反潮流的人通常运气不错，因为在很多情况下，股市行情是被群体思维支配着，这就给了你取胜的机会。”群体思维，也可以理解为“从众心理”。它的顽固性给奈夫这样的反潮流者带来了福音。“众口铄金。往往是挺不错的股票，却惨遭贬斥，落到灰头土脸、无人理会的境地。”若有识货之人，岂不是投资的大好机会？

但逆向操作这条路并不好走。正如奈夫在温莎基金1990年的年度报告中所说的：

“各位股东不妨回想一下，我们的投资策略一向是怎样的：我们总是把投资重点放在得不到主流市场青睐的地方，关注那些被忽视、被遗忘、受误解、受挫折、但我们却觉得它的基本面富有吸引力的公司和行业。因此，以我们这种背离常轨的投资方法，若没有强健的脾胃、铁硬的脊梁，是万万不成的。”

强健的脾胃，铁硬的脊梁——的确，特别是当股价一路下滑之际。“就像是船锚没能抓住海底一样，”德雷曼价值管理公司的董事长戴维·德雷曼比喻道，“有时候，你买入一只基本面良好，从各方面分析都已蓄势待涨的股票，可它就是不肯涨，仍旧不断地跌。真是没办法！”

如果投资管理人用的是“追涨”的手段，即趁股价不断上涨之际吃进，他的客户一般不会有什么怨言；可是，如果你做的是“买跌”的生意，许多客户就坐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不住了。哪怕你已经把平均成本降了下来，也照样会招来埋怨。每一天你都比前一天做得更差。他们会对你说："笨死了，你明知道今天会比昨天便宜，为什么偏要昨天买呢？"

逆向操作需要坚定的信念。"一旦选定了这条路，你便注定要忍受孤独，"波阿纳斯说，"你将被剔除在投资大众之外，你的做法没人支持，看起来简直是错到家了。"是的，投资者可以凭借电脑程序找出本益比低的冷门股，这是轻而易举的事。不过，这还不够。逆向操作还需要你具备超级强韧的内心。这可不是电脑所能提供的。

奈夫在写给温莎基金董事会的阶段性报告当中，充分地表露了他在选股中坚持逆向操作的立场。而每一次，实践总是证明他是对的。这样的例子不胜枚举。其中最经典的一次，即1973年对天地公司的投资：那是一次完完全全的大丰收。虽然时间过了很久，但那次评估清楚地证明了奈夫心爱的格言：简单最好。

逆向操作有时需要逆自己的既定思维模式而动。在天地公司这个案例中，奈夫就打破了自己重视股息收益的成规。当时，该公司并没有进行派息，但它确已饱经打压，本益比即使照1973～1974股市大滑坡之前的水平，也跌到了无以复加的地步。在大多数投资者的眼里，早在1973年的天地公司便已黯然失色，一点吸引力都没有了。在这样一片愁云惨雾之中，惟有奈夫看到了其潜在的希望。

"我们又买进了一只受冷落的低价位成长股：天地公司。这家公司率先在美国国内开辟了电子产品代理零售业务，经营得非常成功。公司管理层的战略目标是：在经营方式上领异标新，然后选择有发展潜力的产品领域，把握机遇，进行突破性的大举扩张，力争占据本行业龙头老大的位子。他们的雄心大志，突出地表现在十年前对Radio Shack的收购上。当时，Radio Shack只是一家惨淡经营的地区性连锁店；到了天地公司旗下，它现在已发展成了全美最大的家用电子产品连锁店之一。1973年，它的盈利已占到天地公司年度赢利总额的72%。近来，它又扩展了业务范围，以各种家装用品、布艺制品和手工艺品来吸引那些喜欢手工活计的消费者。再加上多年来一直成功经营的皮革制品系列，我们可以看到，该公司的赢利前景应当是非常光明的。"

"过去13年间，天地公司的赢利每年都在持续增长，过去四年的综合收益率为16%。据我们估计，该公司的长期收益率应当在12%～15%左右，投资本益比估算为15倍较为恰当。而我们预测它在1974财务年度里，每股盈余将达到2.15美元。将此数字乘以预估的本益比，得出未来股价为32.25美元，比我们的买入价高出了80%。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事实证明，奈夫的判断是英明的。温莎基金所掌握的天地（Tandy）公司股票，到最后出手时，股价已涨到了平均成本价的十四倍。

还有的时候，某一板块整体显示出强大的上升潜力。例如，在1976年2月，在大盘长期向好的局面下，奈夫察觉到石油板块却一直未受到足够重视。于是，他提出：

“我们的战略重点，还是要保持以往的成功做法，就是发掘那些得不到市场赏识的、有价值的普通股。在1月份，我们大量购入国内石油类股票，便是这一战略的实际表现。我们意识到，由于新能源法案的出台，加上石油板块目前收益率高、本益比合理，必定会带动该板块股价在未来四年中进入一个上升通道；而公司的丰厚盈利又将反作用于股市人气，令股价继续攀升。目前，由于有关方面在政策上对国产原油和天然气支持力度不够，造成投资市场对石油类股票失去信心。然而据我们分析，这个价位正是该类个股真实价值的合理体现；并且，以现在的价位水平来看，未来四年间必有大的上升空间。更不必说石油业在整个国民经济中的重要地位了。标准普尔500上榜公司当中，属于石油类的就占有15%的份额。如果大盘上扬趋势不变，我们有可能趁机卖出，以增加流动资金。但在稳妥的情况下，我们还会继续寻找合适的再投资机会。”

花旗传奇

1987年，奈夫把筹码押在了金融服务类股票——特别是花旗公司身上。这次投资经历，是他在管理温莎任期内获利最多的一次，也是最令他心力交瘁的一次。惯于逆向操作的奈夫，在意志上经受了一次最艰巨的考验。不只是一次，形势似乎已到了山穷水尽的地步，但是他咬紧牙关，硬是挺了下来。如果换上其他毅力稍差一些的投资管理人，必定将一世英名毁于一旦。

“说来话长——而且，故事的开头是很不愉快的，”奈夫回忆道，“起初，这个公司1987年进入我们的视野，当时它的本益比大概是七到八倍左右。”要知道，花旗公司在70年代曾是“顶尖五十大盘股”当中的一员，虽然它的本益比总是偏低一些。在敢打敢冲的总裁沃特·瑞斯顿的领导下，花旗公司脱胎换骨，完成了从银行向成长型公司的转变，其本益比也一度达到25倍左右。而在从前，哪怕本益比只有15倍时，这家银行便已经算是开足马力前进了。

1974年，“顶尖五十”泡沫破灭，花旗公司的成长率跌至12%以下。对于大多数投资者而言，年成长率在15%到20%还可以接受，但花旗公司的表现已经超过了忍耐限度。“不过这家公司的收益率还是不错的，”奈夫解释道。此外，每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5%的股息收益加上12%的成长率，合起来也有17%——何况它的本益比如此之低，还不到8倍，这不是大好的机会吗？在温莎基金看来，能以这么低的本益比买到美国最大的银行股票，自然是天大的美事。当时股价正处于最低点，奈夫觉得，继1987年对摩根银行那次成功的运作之后，现在又该是再接再厉、部署一场大战役的时候了。

花旗银行面临的问题其实很多，主要是对发展中国家政府的不良贷款过多。“瑞斯顿说过，借给政府的钱没有不良之说。但实际上，这句话用在发展中国家就不灵了。”奈夫不客气地评论道。其它银行也有类似的问题，但花旗银行是最严重的。这样一来，它的日子就不好过了。股价一路下滑。而奈夫则继续吃进。

花旗公司一举拨出30亿美元的准备金，来弥补不良贷款造成的资金缺口。这样一来，外国贷款的问题似乎已经解决。1988年初，证券分析家们普遍预期经济走势良好。他们的话不错：1988年股市行情不错，投资者获利丰厚。但是，还没等花旗公司股价涨到奈夫预期的水平，又传来了坏消息。刚处理完对发展中国家的不良贷款问题，花旗公司又面临着新一轮打击：这回是对美国国内房地产业的不良贷款。长期以来金融贷款事业上所积累的问题，赶在商业地产热的潮头来了个总爆发。到了1990年，形势严重到了极点：商业银行放出的每一美元贷款，能够收回50美分的，就算谢天谢地了。

当头一棒

国内不良贷款造成的危机给了温莎当头一棒。“我们本来考虑到了这个问题，也做过调查。我们以为，贷款额度过大的问题是整个银行业的通病，不只花旗公司一家有，所以没放在心上。我们错就错在，没想到这件事竟会造成如此灾难性的后果。”由于花旗公司先前为应付国外不良贷款已动用过大笔准备金，总体实力遭到削弱，在接踵而来的房地产危机中便面临着灭顶之灾。一时间，楼市冷冷清清，全美各地商业中心区的新建办公楼空置率居高不下。

为应对眼前的困境，1991年头三个季度，花旗公司又从准备金中拨出将近40亿美元。这样做的结果是，公司第三季度亏损额高达8.85亿美元，是该公司历史上亏损额第二高的一季（亏得最多的还要算1987年那次，损失达20.6亿）。与此同时，花旗公司采取了一项非常措施，先是大幅削减，后来又干脆取消了对股东的股息分红。温莎原来靠股息收入支持收益总额的盘算又落了空。一不做，二不休，既然深信花旗公司定能重振雄风，奈夫索性把所持花旗普通股中25%的份额转成了新发行的优先股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了1991年底，到处风传着关于花旗公司即将倒闭的流言。花旗公司准备金与过期未付贷款额之间的比例，在全美最大的五十家银行当中排名倒数第二，仅次于芝加哥大陆银行；后者的情况更是岌岌可危，有一次多亏了美联储融资相救才渡过危机。在这危难时刻，众议院银行委员会主席，来自密歇根的约翰·丁格尔也出来凑热闹，说什么由于金融管制的加强，花旗公司“从技术角度来讲已经成了穷光蛋”。由此，花旗的股价更是一泻千里。温莎手中持有2 300万股花旗股票，最近一次购入的成本是每股15美元；这意味着，来自众多投资者的五个多亿资金，都面临着极大的风险。从亚洲传来消息，花旗银行设在香港的一家支行遭到挤兑。10月28日，《商业周刊》以大字标题惊呼：“花旗在噩梦中越陷越深！” 与花旗的惨状形成鲜明对比的是，它的直接竞争对手汉华银行（Chemical Banking Corporation）却经营得一帆风顺，1991年第三季度，它取得了1.32亿美元的丰厚利润。

形势险恶。在这紧要关头，奈夫有什么感受？“当然不轻松，但我们还在坚持，尽我们所能，透彻地分析局势。”空置的商用房地产数量还在激增，拖欠银行债务的现象仍无好转——事到如此地步，奈夫和他的团队仍不肯放弃。他们坚信，潮流终将逆转，好景就在明天。此时，温莎手中并没有多少涨势强劲的股票。各媒体又纷纷发表关于花旗危机的不利报导，更显得“山雨欲来风满楼”，让人觉得花旗的倒闭似乎就在旦夕之间。1991年12月，《机构投资者》杂志甚至在封面报导中赫然登出一幅死鱼的照片，表示花旗公司已无生还余地。

花旗公司的新任总裁约翰·里德处境尴尬。“纷传里德前路难测”——这是《纽约时报》1991年10月18日的报导。对发展中国家的不良贷款是他前任遗留的问题，但是，这次对房地产业的不良贷款他却难辞其咎。“要是在日本，恐怕他早就自杀谢罪了。因为，事情弄到这个地步，他已经颜面尽失了，”奈夫说，“他在经营态度上来了个180度的大转弯，原本是大胆放贷，却一下子变得极端保守，弄得美联储都不理解了。他们给他写了封信，说他太过焦躁，缺乏大将风度。”许多人确信花旗公司要倒闭了，包括罗斯·培洛特[1]在内——他抛空花旗股票之举在股市

①罗斯·培洛特（Ross Perot）：美国德克萨斯州富翁，1992年曾以独立总统候选人身份参加美国总统竞选。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上也造成了强大震撼。《泰晤士报》在评论中称，“鉴于花旗银行的问题如此严重，许多投资者以及华尔街的分析家们都在揣测，实际情况说不定比公司财务报告中描述得更为糟糕。”时至 1992 年 2 月，花旗公司处境更加不妙，只能四处求援，企图捞到救命稻草。《华尔街日报》尖锐地指出：“花旗公司迫于外界压力，于本周二出面辟谣，称该公司并未在金融管制部门的测评中出局。无论如何，这种举动本身就说明它已举步维艰。”

废墟上的爱

“当时公司的确有失控的危险，”里德承认，“并且面临着被管制的局面。我们的管理权和经营权都受到了严格的限制。”

温莎还是那么顽固不化地坚守着这块阵地。“明眼人都能看到，商用房地产交易仍在进行，”奈夫说，“尽管没有赚头，但那主要是因为银行方面为此预留的准备金额度不恰当，才造成每股损失 4 美元的结果。至于其它金融业务，虽然行市不景气，还是正常发展的，靠着这部分业务，每股又可赢利 4 美元。”当时，对各大银行来说，信用卡业务是个利润增长点：无论在美国国内还是世界范围内，信用卡业务都在蓬勃发展。花旗的亏损额虽有增加，但经营中的高额利润起了很大的缓冲作用。而恰在此时，前任总裁瑞斯顿向发展中国家投资的决策显出了它的过人之处：80 年代末，这些发展中国家经历了一个经济起飞的时期，其发展速度超出了西方工业化国家。从此，花旗公司的危机得以大大缓解。

“我们早知道，他们在商用房地产这一块迟早会赚回本来的。其根据是，第一，没有新增贷款；第二，过去的坏账也有充分的准备金作为弥补。”事实上，花旗的准备金额度大大高于实际的坏账额。他们收回的贷款额也大大高于原先的估计——原以为一美元贷款能回笼 40 到 50 美分就不错了，但实际上收回的至少有六七十美分，甚至于 80 美分。1996 年，商用房地产这一块终于达到了平衡点；到了 1997 年，花旗股票当年收益为每股 8.5 美元。如此看来，1991 年下半年时，这家全美国最大的银行，股价实在便宜得有些离谱：每股 8.5 美元——只相当于 1997 年的每股收益额。

说到这里，奈夫强调指出，对花旗公司的投资并不符合温莎的经典做法。“显然，当时我们有些操之过急，买入太早了，”他承认，“这只股票先是在低位盘整了好一阵子，直到人们的耐性快要消耗尽了，终于等来各种利好条件齐备，它才全速冲刺，跃上顶峰。不过，我们买进的股票通常不会有 55%的跌幅，一般无非是走势低迷罢了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



花旗股票在 1991 年 11 月终于见了底。随着房地产热的降温，花旗的实力逐渐显现出来，它的股价开始攀升。事后，奈夫做了一番总结。他说，通过这件事，普通投资者可以汲取到三点经验：1、要有纵观全局的眼光，并关照到组成全局的每个部分；2、不要完全相信媒体，因为媒体的意见常被严重的恐慌心理所误导；3、保持一点点耐心。

"他的操作实在太精确了，"里德说——直到现在，他还经常拿生意上的事情来咨询奈夫的意见，"上市公司的经理层最欢迎他这种股东。他很讲求实际，有时候会对你提出批评，但他的意见总是非常中肯的。"

1992 年底，花旗的股价超过了每股 22 美元的价位。温莎的平均成本就是 22 美元，现在它终于见到利润了。真是好消息啊。不久后，股价涨到了预期的 29 美元附近，温莎开始将它分批出手，取得的收益在 30%左右。考虑到那漫长的持股时间和其中的波折，应当说这个收益率并不算高。但你仍不能说奈夫的眼力不济。因为到 1996 年 11 月，花旗股票已涨到每股 100 美元的最高点，绝对称得上是回报丰厚。

"我们没那么聪明"

趁涨抛出，这是温莎基金运作中的一条金科玉律。不过，大多数投资者可能会觉得它违反常理。"当股价还在节节上升时就出手，一般人总狠不下心来，"1994 年 2 月，在接受《吉卜林个人理财杂志》采访时，奈夫说道，"他们总觉得，要是不等到最高点就出手，那便是犯了错误。而我却认为，我们没那么聪明。"

在售出问题上保持原则性，所要把握的最重要的一点，便是在开始时定下预期值。这个预期价格不仅建立在设想中的收益率基础之上，还要考虑到许多公司内部的因素。如管理水平，公司在本行业内的竞争力，处在什么位置，等等。"所有这些都包含在我们所预期的价格当中，"温莎基金的分析师吉姆·莫迪说，"我们的原则是，达到预期价格就出手。很多时候，股价还没涨到预期的那一点，我们已经开始抛出了。我们基金规模很大，自然该有高瞻远瞩的气魄。当股价接近预期值时我们就开始抛出，而等到它真的达到那一点时，我们常常已经抛空了。"

所谓预期值也是相对的，因为基本面的情况常有变动。在温莎通常的持股时间段里，市场环境也在不断变化。如果收益前景变得好起来，温莎基金也会调整它的预期值。

奈夫和福斯特·佛莱斯在一个问题上见解是相同的。那就是：出手股票时，别等股价涨到顶点，要给买家留有赚钱的余地。奈夫从不把一只股票预估的升值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潜力发挥到山穷水尽的地步，如果把总的升幅算做 100%，他总是在 30%左右就开始抛出，在 60%左右全部变现。此时，接手的投资者还可以继续赚取剩余的 40%利润。当大盘疯涨到了末尾阶段，股价虚高是常见现象。温莎的尺度是，既要从中分得一小杯羹，又能及时抽身退步，确保收益。

另外，当上市公司面临垮台时，也是必须抛出的时候——但不要太匆忙。比方说，传来了不利的消息，该怎么办呢？“大多数情况下，听到坏消息的人并不只你一个，”莫迪解释说，“公司财务报告中说到收益率下降，或者别的什么不利情况，于是，股价跌了十个点。通常说来，到了这时候才想到抛出，已经来不及了。其实，股价跌了，你的预期收益率也降了，这时的本益比和过去是一样的，只不过是大盘上跌了十点而已。基于以上考虑，我们会继续持有这只股票。但如果换一种情形，假如你和上市公司进行过沟通，发现他们所说的与你当初买进该股时所了解的情况大不一样，你就要当机立断，抢在别人前面把股票卖出。”

卖出某个公司的股票也不意味着永远不再和这家公司打交道。“光是大西洋富田的股票我们就买过六次，”奈夫说，“买了卖，卖了又买，来来往往，等于打了五次半的往返票。”“头一次我们出手太早；后来的几次，我们才捕捉到了 20 年中相对说来较大的一次升幅，收益很不错。”奈夫认为，可以放手去买以前炒过的股票，这在操作中带来了极大的优势。“只要是像样儿的公司，我们都可以反复买进卖出。这是因为：第一，我们了解它；第二，不但了解，我们还拥有过它的股票。”

IBM 的股票温莎也买进过不只一次。在最近这一次，奈夫向 IBM 公司的新任总裁路易·葛斯纳施压，要他改变原定的削减股息的计划，但未获接受。于是，奈夫决定抛出。当初买入时价格是每股 50 美元，走势看跌；而温莎却在走势看涨之际卖出，售价也是每股 50 美元。

“这种事有时也在所难免，”奈夫说，“你已经尽了全力，但事情的发展并非你的个人意志左右得了的。不过，我决不会为这事睡不着觉，因为我已经尽力了。还能怎么样呢？”

奈夫拿自己打网球的经历做了个比方，他说：“我 40 岁才开始打网球。我的击球技术不太好，不过，正手球和发球还可以。不管怎么说，我一般总能把球打在界内，这和我做投资生意时差不多。我每周打三次球。我的原则是，尽情享受运动的乐趣，同时想方设法让对方犯错误。这样，我的胜算就大了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 定量分析投资法

不管是由庄家刻意而为，还是随机发生的事情，凡是股市上出现的任何风吹草动，没有一样能逃得过巴尔·罗森伯格的眼睛。“我们在寻找深层的模式，希望从中发现投资机遇。”巴尔用一句话对自己的投资方式做了个精辟的总结。这种投资方式的特点，是电脑决策——每天由电脑过滤、筛选数以百万计的信息、数据，并由电脑决定股票的买入或卖出。

很难想像，有谁能比巴尔·罗森伯格更适合于这项艰巨繁琐的工作。正是这位绝顶聪明的佛教徒、投资界闻名遐迩的“巴尔”，在上世纪 70 年代，把“风险理论”从象牙塔中搬出来，移栽进了投资业界的园圃。曾经是经济学副教授的巴尔·罗森伯格，亲手创建了巴尔·罗森伯格合伙公司（BARRA），并率领着麾下一批专业人士步入了投资业的新纪元。从此，业内人士才明白，原来风险是可测度、可管理的。巴尔曾说，从基础层面上讲，他所倡导的理论并非由自己始创。不过，到了 1978 年他还是身不由己地声名显赫起来，被《机构投资者》杂志推崇为现代投资组合理论[①]的一代宗师。

无论是 BARRA 或是他现在掌管的罗森伯格投资经理公司（RIEM），都建立在他本人大力倡导的理论基础之上。巴尔创业之初，在各地举办了一系列的讲座，每次讲座都是听者云集、人满为患；而巴尔在他们中间宣讲自己的理论，那气度活像救世主降临凡尘。

“那些日子一直在听罗森伯格举办的投资经理人讲座。会上的气氛很有些布道会的味道。‘你们的工作方法是错误的，’罗森伯格说，‘你们使用的工具也是错误的。你们需要新的工具、新

①现代投资组合理论：Modern Portfolio Theory，简称 MPT。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的方法，需要换个新的角度去看问题。'当他讲话的时候，听众席上鸦雀无声。大家都微微低着头，如同悔过的罪人，无数双湿润的眼睛定定地望着前方。你仿佛能听见他们心里在说：'阿门'，'感谢主'。"[1]

①克里斯·威利斯：《巴尔·罗森伯格是谁，他究竟在说些什么？》，《机构投资者》，1978年5月号，P59。(原注)

以巴尔为代表的是一群以数学和电算化方法为出发点的投资组合管理人，人称"定量分析家"——普通投资者听到这个称号，往往要肃然起敬，觉得他们高不可攀。不过，用巴尔的原话来解释，事情就容易理解多了。他说，定量分析和定性分析的区别在于，"定量分析家是用系统化的决策方法来处理众所周知的信息数据，而定性分析家则力图搜罗到普通投资者无法得到的最新信息。"

直到不久以前，由于缺乏大型数据处理设备，普通投资者对定量分析的理论和实际操作还了解得不多。然而，时代在前进。现在，有了功能强大的PC系统、先进的投资软件，以及方便的网络联系，普通投资者也能快捷地获取和处理大量的市场信息了。几十年前曾横扫机构投资领域的定量分析旋风，现在也吹到了投资大众的身边。那些至今不肯正视定量分析法的投资者，已不得不面对这样的可能性：今后，与他们较量的对手也许不光是人，还有计算机。

再者说，巴尔的电脑化战略并不十分高难，甚至不足以让学校里的"数学差生"望而生畏。正如任何一种深思熟虑的投资方式一样，它也深深地植根于传统的基本股市分析方法之中。在那一串串长长的计算机代码和复杂的数学公式背后，有三条基本原则一直在指导着RIEM公司的投资行为，使他们得以依靠定量方法来击败市场。这三条原则是：

1. 对上市公司、市场和投资者心态进行认真而快速的分析；
2. 了解信息不必求全，只要掌握其他投资者尚未发觉的信息即可；
3. 注意多元化。

由于设备电脑化与信息收集的成本大幅降低，职业定量分析家失去了几十年来一直享有的技术优势。大批投资者倚仗功能强大的PC和因特网接入手段，挤进了定量分析投资领域，使这块地盘很快变得人满为患。"看这趋势，定量分析很可能发展成具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



体而细微的一套操作方法，”巴尔评论道，“即使是非专业人员，只要具备一定的分析头脑，掌握起来也不至于太困难。”“其实，投资分析就是要拿相近行业中的各公司来进行比照，从中找出最具吸引力的那一家。”巴尔说，“我们的意图也是这样，只不过用的是定量分析的方法。”巴尔又强调指出，定量分析不是航天科学，它重在认真细致的分析、力求摒除那些把人引入歧途的矛盾和偏见，从而反映出最机敏的投资者的想法。

模式和意义

“在某种意义上，计算机使我们能更好地理解我们的社会，尤其是了解社会的经济状况，”巴尔解释说，“我们研究了社会经济中的竞争性压力，正是这种压力作用于上市公司，令它们失去了某些特别的优势，从而影响到公司未来的盈利能力。我们又研究了投资者的行为——研究人性和人们参与市场的方式。有时候，在某些非常有趣的情形之下，这些研究给了我们很大的帮助，令我们在投资中占据优势。”对于用人工智能取代人类程序员的意见，巴尔并不赞同。“我们不想搞什么人工生命，”他一再表示，“我们的目的是，努力去了解我们生活的这个社会当中某些潜藏的规律。”

通过研究这些规律模式，会发现一些小的机遇。具体地说，就是使一些表现得与华尔街的预测不太一致的股票暴露出来。“这比研究全部人类生活容易得多，”巴尔说，“我们要用心理解的，只是股市的一般规律。”其实一般规律每个人都明白，但只有少数有心人才能领会其中的深意。千百年来，人人都知道物体会掉到地上，然而，只有牛顿发现了地心引力定律。他用精确的语言陈述了地心引力的概念，从而把人类引入了更开阔的物理学领域。“我们所做的事当然没有那么了不起，”巴尔说。他的兴趣在于，比别的投资者更精确地揭示出某个公司的盈利前景。这个公司将会怎样？是振翅高飞还是跌落谷底？如果他自己的评估与市场的普遍想法不一致，那就有可能是个投资线索。

为了达到这个目的，RIEM 公司用超强功能的计算机主机代替大批活生生的、有可能疲劳或产生离奇念头的投资分析师。这里面的差别并不体现在方法论上，而是表现在数量、速度，以及精确性等各个方面。“每一天里，我们会收集到一万多种股票的实时价格数据。这意味着，每天会有好几百万条数据涌入，绝对超过了人力所能处理的极限。”巴尔说，“计算机让我们能进行最高质量的思考，既有系统性，又永不疲劳。”

大约 200 条电话线连接着位于加州奥林达的 RIEM 公司与世界各地：全球 1.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万多家公司的最新信息，通过这些缆线川流不息地汇聚进来，反映着全球数十个股市的股价波动和成交量，以及上市公司的财务状况、各家机构投资者对市场行情的反应，等等。计算机程序吞吃着各种数字，表明哪些股票该买入，哪些该卖出；而具体的交易，则仍然由人来完成，因为人可以把握交易时机，并掩饰战略动机。不过，除非发现数据方面出现了什么误差，否则全公司上下——从巴尔到每一位员工，没有任何人能够凌驾于电脑这个最高投资专家之上。

说到这里，我们应当了解一些理论方面的知识。在现代金融学中，有个著名的"效率市场"理论。该理论认为，一个充分有效率的证券市场，应当具备以下的条件：1. 投资者具有理性；2. 情报都能实时公开，获得情报无需负担额外的信息成本；3. 市场充分公开竞争，任何投资人都无力单独操纵股价的变动。在效率市场中，证券的价格反映了市场上全部有意义的信息情报，因而具有正确性。任何投资人都无法持续击败市场而赚得超额报酬，除非他能搞到其他投资者不知道的信息（猎取内部消息当然不算，因为这是非法的）。但在巴尔看来，对这个理论的理解似乎不应当那么绝对。1985 年，巴尔卖掉了他在 BARRA 的股份，随后又创立了 RIEM 公司。这家新公司的经营理念就是：即便整个市场从大体上说算是"效率市场"，但是，利用配备了适当程序的计算机，你照样能在其中找出"低效"的，也就是市价被高估或低估的个股，从而抓住机会，赚取利润。巴尔的办法是，对数不清的细节进行过滤、分析，看到别人看不到的东西。而这种工作，交给计算机去干正是最合适不过的。

这办法有效吗？"公平地讲，我认为我们打败了市场，"巴尔宣称。自从 1987 年 6 月 RIEM 开业之日起，直到 1997 年 11 月，它属下的美国小型公司基金（U. S. Small Cap fund）成长了 17.5%（税费在内），大大超出了罗素 2000 指数公布的 11.6% 的平均水平①。同属 RIEM 旗下的美国核心股票基金（U. S. Core Equity），自 1985 年 6 月创始以来，到 1997 年 11 月为止，它所公布的年成长率为 17.9%，比照 16.8%的同类综合标准②只超出了一点点——扣除税费后，真正的利润几乎不值一提了。RIEM

①罗素 2000 指数：是美国 18 种股票指数之一，由华盛顿州的法兰克·罗素公司发行，主要反映美国小型股市场表现。该公司发行一系列的股票指数，其中，罗素 3000 指数包含美国市场资本总额最大的 3000 只股票的加权平均数。罗素 1000 指数是由罗素 3000 中选出，排名前 1000 名的股票的加权平均数，而剩下的 2000 只股票就是罗素 2000 指数所代表的股票，大约占有罗素 3000 指数 11%的市场资本总额。（译者注）

②该综合标准主要是参照了标准普尔 500 指数，威尔夏 5000 指数及罗素 1000 平均指数综合得出的。其中，威尔夏 5000 指数囊括了在美国所有公开发行的股票，被认为是衡量美股总体市场表现的指数。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾通过“市场中立”[1]战略取得过非常优异的业绩，也就是开发那些表现与股票市场大趋势不相符的个股，从差价中牟取利润。在到 1997 年 11 月前为止的 5 年期间，“市场中立”类投资组合的年成长率比照其同类标准高出了将近 12%（税费在内）。

①市场中立的股票是指那些表现不随股票市场大趋势变化的个股。（译者注）

引入“专家系统”

巴尔指出，定量分析投资法有助于提高普通投资者成功的几率。从前的投资专家们需要投资数百万美元，来添置计算机或通讯技术设备；现在，普通投资者不必再支付这笔巨大的费用，也能享受电脑带来的好处了。在操作中，他们只需选定一种适合于自己的模式即可。一般说来，选择小盘股胜算会大一些。因为大的机构投资者对这种股票并不那么密切留意——他们的眼睛还得紧盯着那些大盘股呢！在那种巨无霸式的大盘股上，哪怕你一下子投进去几百万美元，股价也不会跳一跳。“显而易见，如果你关注那些发行量和流通量都比较小的股票，你的机会就比较多。”巴尔说，“而且，公司业务中一旦有什么能带来变化的因素，你也比较容易看到。”

如果一个大公司有很多种产品，就算你看准了某个产品的销售业绩确实好或不好，那也并不足以影响到该公司的股价。但是，放在小公司身上情况就不同了。说不定在哪一天，谁灵机一动，对产品作了些许改进，这家公司的股价就会大幅上扬。作为投资经理公司，如果能稳扎稳打，不时地在小公司股票上赚上几笔，整个投资组合的收益率就能被带上去。这样的战绩，足够大家在鸡尾酒会上聊上几个月的。这是多么好的宣传效果啊！像巴尔这样的机构投资者，就是希望不断取得好的绩效。如果绩效上不去，客户就会跑掉了。

为保持长期绩效，RIEM 运用了一种叫做“专家系统”的方法。“‘专家系统’的内容，实质上就是一般的常识。”巴尔解释说，“人知道必须做什么，这个系统也知道。只不过它是电脑化的。”打个形象的比方，这种方法就好像汽车上的“防抱死”制动系统：这种装置能够防止车在湿滑的路面上失控打滑，一旦有险情发生，它能抢在司机之前自动做出反应。巴尔说：“等我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的下一代长大了，他们开车时，每辆车上都配有防抱死系统。到那时，他们恐怕不会意识到，在湿滑的路面上急刹车，曾经是一件多么危险的事情。”

质量、速度和股价

看到它们的相似之处了吗？刹车这个举动始于人类关于安全的定性式判断，止于一个可以用质量、速度、摩擦力来表述的量化的过程；同样，投资也是始于某种定性式人类行为，而止于某些量化的指标，即股票的数量和投资的收益额。抛开紧急情况不谈，如果拥有最新的路况及交通信息，“专家系统”就能规划出两地之间的最佳路线。

巴尔这个人，天生喜欢形而上学地冥想，也喜欢思考投资行为在形而上学上的意义。他指出，定性化和定量化行为之间相距甚远；但是，在人们日常的行为中，总要以各种不同的方式进行着从定性行为到定量行为的转换。“想像一下，大千世界中人们处理事务的方式林林总总：各种片断支离的人类思想，充满了独特的见解、洞察力以及建立在难以量化的因素之上的选择，其中充斥着主观的、直觉的因素。我们在日常生活中的所作所为，在性质上大半是定性式的。另一方面，我们又时常需要判断出某件已知事物的后果，这又用到了量化的思维方法。例如，定性化的投资者常要用到估算未来五年收益率的空白表单，以这种量化的工具来衡量自己的想法和预见到的可能性。”

在 RIEM 公司，将“专家系统”设置为三个各自独立的电脑模型，分别对外界传来的信息进行搜索，寻找“低效”股价。得出结论后，再由一个“优化程序”来衡量其各自的风险性和回报性，并提出推荐性的投资建议。提到他那件秘不示人的“投资黑匣子”，巴尔总是三缄其口。我们只知道，那里面存贮着数百种用于绩效评估和比较的衡量工具，从销售量、纯利润到需要用二次方程式来计算的复杂的市场模拟系统，等等。“其实那算不上‘黑匣子’，如果把其中的内容公布于众，并没有什么是普通人不能理解的。但需要保密的是它的运作方式，因为我们不想被别人‘盗版’。”

自从 1985 年开张之日起，RIEM 一直使用着一种“评估模型”，到现在，其版本已是几经更新换代了。巴尔说：“当你考量一个公司的投资基本面时，你想知道的是该公司未来的盈利能力有多大；而决定这一点的关键，在于公司现有的业务状况。”现有的业务状况，包括公司所在的行业、资本规模、资产性质以及资本结构中的负债情况，还有未来收益中有多少必须划出来，做偿还贷款之用，等等——根据以上这些以及其他方面的数据，你还要判断一下，这当中有无误导投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者的地方。

数据太多，时间太少

依照这个评估模型，全美所有的公司分别被归入 166 个“相似行业”当中。各行业项下，又根据公开披露的信息划分为不同的条块，以便进行相互比较，并与市场平均值进行比较。而后，评估系统对得出的财务状况进行再梳理，根据某些特殊因素（如税额、退休基金规模等）做相应的调整。加在一起，评估一个公司的损益表、资产负债表和销售情况，要考量的因素总共有 190 种之多。而最终的分析结论当中，则要对 5 000 多家美国公司和 7 000 多家外国公司一一做出评价。

我们的目标是：利用 RIEM 评估结果与市场现价之间的差别，实现击败市场的目的。根据过去相似情况下市场对于这种价差的反应速度，可以计算出预期的“额外收益”。RIEM 的定量分析人员给这个数据起了个花哨的名字，叫做“评估阿尔法”——在投资界，内行人都知道，“α”这个希腊字母代表着超出市场收益均值的回报。

初战告捷之后，这个评估模型却出乎意料地遇到了挫折：没能达到巴尔提出的年收益率超出市场均值 4%的目标。它暴露出一个设计方面的问题：不善于捕捉那些能增进公司盈利能力的变化。在经济疲软的 1990 ～ 1991 年期间，这个缺陷表现得尤为明显。“我们的评估系统表现不佳，这主要是因为，市场所关注的焦点与我们不同，”RIEM 公司市场部经理、身为公司业主之一的马利斯·弗里茨解释说，“他们重视的不是公司当前的基本面，而是未来的收益。这样一来，我们的策略就有些不合时宜了。”

巴尔和他的同事们攻克了这个小小的难关。他们设计出一种“收益变化模型”，用于分析某个公司出现意想不到的收益变化后，在随后的 12 个月到 18 个月之间，其财务上的表现将会怎样。巴尔说：“我们希望能趁着收益忽然上升之前，买入这个公司的股票。”在华尔街，出人意料的好收益是非常“讨彩头”的，股价上扬的速度总是比评估模式所预测的要快上那么一点点。

“收益变化模型”分析的变量有 20 多种，其目的是预测目标公司在未来一年中的收益率。这些变量可分为三类：（1）过去的收益能力；（2）公司运营情况；（3）市场上对该公司未来收益能力的普遍看法。这种模型所利用的数据和第一种“评估模型”没什么两样，但它完全独立于第一种模型之外运行，最终得出一个能代表设想中的收益变化的数据。把它和历史上相似情形下的市场反应速度结合起来计算，我们就能得出一个预期的收益率，或者叫做“收益变化阿尔法”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，收益能力也是可大可小、经常变化的。“收益变化模型”应当能测量这两方面的变化。“如果看到某只个股在下一年度可能不太好，我们就可以提前一点把它卖掉，”巴尔解释道，“比方说，收益变化模型观测到某公司的库存量比销量增长得快，它会提醒投资者注意。因为，在其它指标不变的情况下，库存量增长可能意味着销路不畅，公司也许面临着麻烦。”

还有一种模型，比前两种更微妙，那就是“市场人气模型”。它所测度的是那类影响股价，但前两种模式却无法衡量的东西——市场人气。在选股过程中，对人气的判断虽不能取代前两种模式中的技术指标，但能帮助 RIEM 的交易人员根据市场风向相机而行。它的作用，绝对不容小视。

监视同行

“市场人气模型”研究过去的价格走向，通过扫描经纪人荐股、分析家预测等各种市场人气指标来测度某只股票在市场上的热度。“我们用这种方法来关注同行们，也就是其他机构投资者的运作。更宽泛地讲，我们在关注着整个股市：市场上风云际会，股价的变化，成交量，等等，”巴尔解释道，“观察投资者行为的各个方面，体会他们对各种股票的不同感觉，从而推断出近期内某只股票的人气如何。这里所说的近期，确实是未来非常短暂的一段时间；具体地说，短则几小时，长则六个星期到两个月。对市场人气的研究，其目的完全是为了把握交易的时机。换句话说，假如我们通过基本面分析，决定要买某一只股票，那我们会根据市场人气状况来确定买入的时机。”如果市场人气旺，巴尔会趁早买进；如果人气低迷，他会再等等看。假如打算卖出，情形就正相反：市场人气低时，应当及早脱手；人气旺时则要多持股一段时间。

在 RIEM 跟踪监视的名单里，包括福斯特·弗莱斯经营的白兰地基金，以及 1995 年 12 月之前由约翰·奈夫主持的温莎基金。巴尔指出：“问题的关键在于，职业投资经理人当中有时也会出现所谓的‘羊群效应’。”[①]全美国现有 1 200 位职业投资经理人，他们管辖的资金总共超过一兆美元。无论他们每个人是多

①羊群效应：即群体效应，在心理学上属于一种非理性模仿行为。在股市中，投资者在交易过程中存在学习与模仿现象，从而导致他们在某段时期内买卖相同的股票。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



么聪明能干，这 1 200 人当中，总会有一些人在判断和感觉上走到一起。其中，有一批属于动量投资者，他们是受到 RIEM 密切关注的一群人。这些人的特点是，喜欢投资于积蓄了高倍速成长动量的个股。巴尔说："我们面临的挑战之一，就是尽量找出哪一只股票能把动量投资经理人的眼球吸引住。这一点将极大地影响到我们的投资决策。"

"如果能预测到这批动量投资经理人的动向，我们就能把握买卖时机，在市场上占得先机。" RIEM 的做法是，在他们当中挑出有代表性的一个进行跟踪观察，那就是福斯特·弗莱斯所领导的白兰地基金。"你会看到，前一个季度还是表现平平的股票，被白兰地基金买入后，下一个季度的走势就会变得异军突起；而且，此后很长一段时间内，它的升幅会远远高于同类股票的平均升幅。"

是线索，而不是魔法水晶球

高效的"市场人气模型"，还应当能探测到人气衰落前的征兆。这在动量投资方面更是意义重大；因为在这种情形下，决定股价起落的，没有多少可度量的指标，只有股民的热情。"必须能及时撤出，这可是件性命攸关的事，"巴尔告诫说，"因为，在股价走到高位的时候，起着支撑作用的只有所谓的动量了。我们亲眼见过股价暴跌的情形———天之内就跌落 10%、20%。跌得众人不禁抓耳挠腮，喃喃自语说：难道说那条消息真有如此威力，使得一家公司转眼之间就贬值 20%？"其实，"人气模型"所能提供的，最多算是一种线索，而不是魔法水晶球里的清晰景象。投资策略能起到一些调整作用，但极其有限。"你可能会这么想：用了这种方法，就能提前一天得知未来的局势，"巴尔说："可惜的是，那是不可能的。"

通过一番运算处理，这三种模型各自提出一份备选名单，列出预期能获得额外收益（即所谓"阿尔法"）的上市公司。"评估阿尔法"加上"收益变化阿尔法"，再加上"市场人气阿尔法"，即"三阿尔法值"；哪几只股票的"三阿尔法值"最大，就可以当选买入的"种子选手"。在已经持有的各只股票中，哪几只的"三阿尔法值"最小——也许是微弱的正值、也许是零、或者是负值——它们就最有可能被卖出。

接下来就到了优化这个步骤。电脑优化程序会对各项投资建议做出评估，对比其中包含的风险与相应的投资回报额，确定这种风险是否值得一冒。有时候，项目中的风险值与 RIEM 投资组合的总体设计不相符，或者超出了客户的承受能力，这样一来，优化程序就会把该项目剔除掉。由于每一笔交易都会影响到整个投资组合的总体风险值，所以要把每笔交易的数据再输入到计算机中，以便对下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一笔交易进行切实的评估。这种工作从不间断，而且任务量繁重，如果由人来承担，就算是24小时不吃不睡也难以完成。

正如上文所说，未来的司机可能会觉得，汽车上不可能不装备“防抱死”刹车系统，而且，路面平整是理所当然的。同理，未来一代投资者应用着简单高效的计算机“专家系统”，也会觉得事情本该如此。而且，用不了多久，量化投资法就会被投资者们熟悉起来，在大家心目中成为自然而然的事情。这是一个数据筛选的过程，从中找出所需要的信息——不过如此。我们的世界正在进入数字化时代，可以预见，在人类未来一切活动当中，这种技术将会得到越来越广泛的应用，其作用也会越来越重要。

就个人经历而言，巴尔的职业生涯实在丰富多彩。他曾造过船屋，教过书，也曾投身于反对传统宗教信仰的事业。他是经济学家、数学家、医学研究人员、哲学家，又是证券分析家、一代金融宗师。然后又突然在市场营销学方面声名大振。大家都晓得，投资业界竞争残酷，从业人员无不殚精竭虑、专心一意地下苦功，也未见得准能成功。可巴尔这个人却与众不同，他好像特别善于一心多用，还真能样样都“成气候”。从很小的时候，他就表现出超凡的智力，而且异常注重研究细节；在这种性格引导下，他的志趣开始同时向好几个方向发展。“他在很多方面都有天赋，”他的父亲，研究莎士比亚的著名学者马文·罗森伯格这样评价自己的儿子，“他既有文学头脑，也有哲学头脑，作为父亲，亲眼看着他一天天长大，这真是一个令人惊喜不已的过程。他总是先想一会儿才开口讲话。但只要他一开口，说出的话总是那么有见识。他会谈到一些现象，会谈到事物之间的关系，会把一种行为和另一种行为相互比较，提出一般的孩子们想不到的见解。”

有了这样的起点，这个天才人物最终跳到了他现在从事的行当，也就不足为怪了。其实，金融业并不是巴尔最初的选择。“我开始接触金融业时，”巴尔回忆说，“根本不是因为我喜欢金融，而是因为它最适合于施展我所掌握的学术技能。”

巴尔起初是在伦敦经济学院攻读硕士学位的，当时的专业方向是为社会学研究建立数学模型。在那个时期，他曾狼吞虎咽地读过很多有关政治行为模式和社会互动模式的学术著作。他的博士学位是在哈佛念的，主要研究风险模式和人在面临风险时的决策行为。巴尔回忆说：“1966年，我进行论文选题时，打算写一写‘个人投资者的决策过程’，或者从这方面找些论据。于是，我开始着手搜集这方面的资料。”当时，他所面临的最大难关是什么，你能想像得到吗？——“我感到最困难的，就是找不到足够的数据。”天啊！！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医学之路

此后，巴尔来到加州大学伯克利分校，在经济学系任教。1968 年，他开始尝试应用类似的数量模型来解决医学问题——自然，最先进的统计方法绝对应当用在治病救人的最前沿。当时，医学界正在攻关的一个项目是利多卡因的使用剂量问题。利多卡因是一种治疗心脏病的药物，能起到控制心率的作用。

"大多数药物都有个推荐剂量，就是一般人的安全用量，"巴尔解释道，"当然，从个体来讲，每个人都与这个'一般水平'有差异；每个人都是独一无二的，正如每只股票都各有不同一样。我们面临的问题是，在用药时，怎样确定个体的适当剂量。在新药开发阶段，常用的办法叫做'试错法'：让受试者服用某一剂量的药物，如果达不到效果，就加一点，如果剂量大了，就减一点。但有些药物毒性太大，一旦剂量不妥，会带来非常严重的后果。利多卡因就是这样。"假如不想伤及太多的受试者，就只有借助数学上的量化模型来进行模拟测定了。计算机会根据身高、体重等不同的变量，调整模拟的"受试对象"对药物的吸收度。尽管巴尔从未接触过一个真正的病人，但他为医学研究做出的贡献，恰恰符合了希波克拉底誓言①的第一条："不给他人带来危害。"

能够为医学进步尽一己之力，巴尔自然非常高兴。但他的抱负并不止于此，他希望为自己的特长找到更大的用武之地。"我自然而然地转向了金融领域，"巴尔回忆道，"我是教经济学的，手边有丰富的数据资料，再说，社会上和商业界对这方面的研究也比较关注。"还有一个原因，那就是，巴尔没受过医学训练，这使他始终局限在医学领域的边缘地带，无法再进一步。而他更喜欢站在万人瞩目的舞台中心。他曾经对彼得·伯恩斯坦说过："我的医学知识很有限。相比较而言，我觉得资本市场更合我的脾胃。" 如果再晚十年，可能巴尔就不会选择投身于金融界了，他也许会去搞基因图谱的测序——那里的数据量更大，更需要他的量化分析方法。

"在金融界，你所面临的挑战是，要推断出资本市场所提供

① 希波克拉底誓言：希波克拉底（约公元前 460 ～公元前 377 年），古希腊著名医生，欧洲医学奠基人。据称，他制订了一份有关医务道德的誓词，内容如下："我要遵守誓约，矢志不渝。对传授我医术的老师，我要像父母一样敬重。对我的儿子、老师的儿子以及我的门徒，我要悉心传授医学知识。我要竭尽全力，采取我认为有利于病人的医疗措施，不能给任何人带来痛苦与危害。我不把毒药给任何人，也绝不授意别人使用它。我要清清白白地行医和生活。无论进入谁家，只是为了治病，不为所欲为，不接受贿赂，不勾引异性。对看到或听到不应外传的私生活，我绝不泄露。"这段话流芳千古，成了后世医德准则的基础。近代西方各国许多医科学生举行毕业宣誓仪式时，多以这段话稍加修改作为誓词，直到现在。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的机会有什么特点，"巴尔说，"每只股票都是独一无二的，而我们能搞到的各公司的信息却很有限。我们必须能根据各种迹象推断出市场上存在的机会，然后，根据市场的普遍规律，以量化的方式预测它可能带来的价值。在进行这项工作时，我们也要赋予它足够的个性化色彩。"

每家公司都有自己的特点，正像每个病人都各不相同一样。但公司和公司之间在某些方面也有一定的可比性，如行业、资本结构等，正如病人之间也有一些可比标准，如性别、年龄、体重、病情严重程度，等等。无论是向公司投资，还是给病人诊治，在开始时都没有必定成功的把握，也就是说，都面临着风险。而在这两种情形中，你都无法做到完全准确无误地判断形势。这是因为有成本的限制——你在调查一个公司或者给一个病人做体检时，总不能不计代价呀。所以，巴尔说："把一家公司比做一个病人，这个比喻是很贴切的。"

在 70 年代中期，投资界迫切需要一种新的方法，以便给长期疲软的投资市场打一针强心剂。用什么方法，答案已经摆在眼前，只等着出现一个人，把它带入到实践中去。时势造英雄，那个被推到浪尖上的人正是巴尔。

巴尔所宣扬的那套理论并不是他个人全新的创造。他坦率地承认，他只不过把别人的创新理论重新做了一下包装而已。这些人当中，就包括 1990 年诺贝尔奖得主哈里·马科维茨和威廉·夏普。若不是他们在风险本质和构成方面提出了深刻的创见，巴尔现在说不定还在教他的经济学呢。

1952 年，马科维茨发表了一篇题为《投资组合之选择》的学术论文。这篇文章堪称现代金融理论史上的里程碑：它像一只火把，引导着投资管理事业走出了黑暗的"中世纪"。当时，投资界普遍信奉的是约翰·布尔·威廉姆斯的理论。在 1938 年出版的《投资价值理论》一书中，威廉姆斯提出：证券的价格取决于投资者对未来股息收入的期望值，同时受到通货膨胀现象的影响。通俗点解释，就是今天拿到的一块钱，可能比明天拿到的一块钱更值钱。这在投资界称为"股息折扣"模式。马科维茨通过研究和思考，渐渐发现了这种理论的欠缺之处，他精明地看出，在投资业这个充满变数的领域里，用威廉姆斯的理论只能解释其中的一小部分现象，投资操作中的现实风险——也就是可能造成预期股息收入落空的原因，不止威廉姆斯提到的这些。他认为，必有一种方法能实现对上述风险的量化测度，也必有某种针对风险的应对措施。

起初，就连马科维茨本人都没能意识到，他这篇论文具有多么重大的意义。"我只觉得，这可能是一个解决问题的合理方法，"马科维茨回忆道，"我当时很高兴，因为好不容易才找到了一个合适的学位论文题目。"论文主要探讨了分散投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的好处，即投资者根据自己的目的，如何通过分散投资，以最低的风险水平取得可能得到的最高收益（或者在固定的收益水平上，如何把风险降到最低程度）。现代投资组合理论（MPT）就这样产生了。马科维茨是个不爱张扬的人，他的论文虽已完成，但影响一直限于学术界范围内。

整个儿50年代里，马科维茨一直默默无闻。大萧条已过去将近30年，投资者们遭到打击的热情还未能完全恢复。许多机构还不被允许拥有股票，而经管大笔资金的投资经理人则不愿将客户的钱投进起伏无常的股市，他们宁可投资于利息丰厚的国库券和大企业债券。对他们来说，哪怕只买几只股票，已经算是相当冒险了。所以说，分散投资理论在那时还得不到人们的重视。

与此同时，马科维茨利用这10年时间一直在完善自己的理论。1958年，他想公布一大批股票的抽样调查数据，用来证明分散投资法的好处。不过，当时计算机技术还不发达，上机时间很紧张，而且所费不赀。他东挪西凑，好不容易才凑够了上机时间，通过对十几只股票的分析，印证了分散投资理论的好处。就这样，现代意义上的量化分析法，头一次在股票的投资组合管理上得到了应用。

贝塔变奏曲

接下来，轮到比尔·夏普[①]上场了。时间：50年代末，地点：加州，兰德公司。当时，马科维茨和夏普两人都在这家由美国政府资助的著名智囊机构供职。夏普迫切地接近马科维茨，是想在自己的博士论文当中运用后者的论点。这次智慧的碰撞，产生了一个小小的火花，那就是“贝塔”的概念（在接下来的第四章中，将对两个未来的诺贝尔奖得主这次历史性的相遇进行更详尽的描述）。“贝塔”这个词开始进入投资界的语汇当中，完全是因为夏普在计算中使用了它作为一个变量——就像前面说过的“阿尔法”一样，这也是对投资风险进行量化测度的一个组成部分。

“贝塔”理论的基础是马科维茨的风险分散原理，它给那些乐于接受新观念的投资者提供了一个简单的方法，用以测度个股相对于整个股市而言的波动性，并能给出一个具体的波动幅度。

① 比尔·夏普，即威廉·夏普，“比尔”是“威廉”的昵称。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的强项在于，判别股价总体走势对于某一特定个股的股价有什么影响。更重要的是，在选股过程中，将不同“贝塔”值的股票搭配起来，就能控制投资组合中的风险级别——换句话说，“贝塔”是进行高效能分散投资的一把金钥匙。

到了 1970 年，这一观念开始在投资业界流行起来，利用这种初级定量分析法进行投资理财服务的公司，如雨后春笋层出不穷。他们服务于大批投资者，以及为数不多的几家早期共同基金经营者，向他们提供数千种股票的“贝塔”值。一时间，精明的投资者们以为找到了万无一失的聚财法宝：在熊市中买入低“贝塔”值的股票，用以保值；逢到牛市则买入高“贝塔”值的股票，以追求股价飞扬带来的利润。

现在，巴尔一显身手的时候到了。他的贡献是，把代表公司基本面的数据引入“贝塔”分析，从而改进了这一方法。所谓基本面，就是财务报告和其它公开发布的信息当中描述公司业绩的全部数据，包括销量、盈余、资产额、负债额、现金流量，等等。“问题的关键在于，怎样预测个股的波动性——而我在 70 年代早期做出的一个创新就是，预测个股未来的‘贝塔’值。”巴尔说，“我们使用了一套你能想像得到的最复杂的方法，结果表明，大多数预测都可以建立在基本面数据的基础上。”

巴尔的改进型“贝塔”

巴尔将自己的创新归结为，在投资界推出“巴尔的改进型贝塔”，以后又推出了“巴尔的超级贝塔”。这些方法引起了投资者的广泛注意，也大大提高了巴尔的声誉。虽然巴尔一再声明，自己不过是一个把统计决策理论付诸实践的应用者，但人们还是对他赞誉有加，就连哈里·马科维茨本人都说：“他的方法很有独创性。”

1972 年，巴尔组建了“基本风险测度服务公司”（简称 FRMS），使用“改进型?”法服务于投资大众。公司还开展了一项“有条件的预测服务”——“测度预期的投资回报和决定投资风险的各种变量”。这一项服务费的标准是：每年 1.05 万美元。

对于这位曾经濒于破产的大学教授来说（巴尔曾致力于把拖船改造成水上房屋的项目，生意不成，自己也赔得一干二净），来自金融服务的收入真的如久旱逢甘雨一般及时。这更激发了他在这方面的兴趣。于是，巴尔·罗森伯格合伙公司（BARRA）在 1975 年诞生了。BARRA 向投资经理们提供咨询，用“巴尔的改进型贝塔”分析法跟踪存在于投资组合当中的风险。与此同时，公司还推出了一系列的小型纪念品，生意也十分兴隆。巴尔的公司顾客盈门，大家在赞赏他们的咨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

询服务之余，纷纷争买印有 BARRA 字样的 T 恤衫套在身上。

"贝塔"投资法虽说表面上搞得热热闹闹，但是，要想真正把现代投资组合理论推上前台，需要做的工作还很多。即便是在 1977 年，距马科维茨发表头一篇关于现代投资组合理论的论文已过去 1/4 个世纪了，投资业界持怀疑论者还是远远多于相信这一理论的人。

在洛杉矶，与富国银行毗邻的克洛格银行，其投资组合管理部主任承认：现代投资组合理论"是我们关注的对象，但迄今为止，我们用得还不多"。美洲国民银行芝加哥分行副总裁哈罗德·阿比特也不无抱怨地说："就我看到的情况，大多数人讲起现代投资组合理念，还只不过是空谈而已。很多公司也聘用一些计算机专家，但只是用这批人来装点门面，并没有实际发挥他们的作用。"而在全美第二大的共同基金管理公司（IDS），他们主管投资运营的第二副总裁则认为，这种新观念"还只停留在课堂讨论的阶段"。最尖锐的批评来自广受尊敬的市场策划人巴顿·比格斯，他直言不讳地说："要我看，那全是胡说八道！"

巴尔深感肩负的责任重大。为实现这一使命，他在 1977 年 11 月创办了一份简讯，每月出一期，按时发送给特定的读者。如今拿来一份当时的创刊号，你会发现，这份印刷品样式古朴有趣，属于桌面出版系统时代之前的产物，具体内容包括：1978 年现代投资组合理论研讨会日期通告，新订户名单，还有专为 FRMS 公司客户开办的消息栏。"在这份简讯中，将包含新的信息，传播真知灼见，还有些杂样文章，"巴尔在创刊辞中写道，"部分文章会涉及一些实践中的经验和问题。整个儿说来，这份简讯很值得留作日后参考。所以，我建议，你不妨把它归档保存起来。"

通过简讯的发行，巴尔的研讨会吸引了越来越多的听众。投资经理人成群结队地聚集到风景如画的加州卵石滩，花上几天时间来亲聆巴尔的教导。其中就有艾略特·威廉姆斯，他任职于大型保险公司旅行者集团的金融管理部，曾不止一次地代表公司参加过巴尔的讲座。他回忆说，巴尔讲课时"深入浅出，能把复杂的理论问题讲得明白如话。研讨会的举办地点虽然景致宜人，但会议的内容却很精深。虽然如此，并没有一位学员觉得跟不上。就我自身的感受来讲，我在听课中常会不时地受到启发，并且为此暗自感到欣喜。我这个人天生不善于量化地思考问题，也不是什么智慧型人物。但是，老兄，他讲得真有道理，叫你不知不觉地就接受了他那套理论"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"忧愁湖"的童话[1]

那些花着大笔银子来参加 BARRA 研讨会的职业投资管理人，除了在客户面前，平日里哪个都不是惯于对人俯首贴耳的角色，但巴尔却凭着自己的一片热诚征服了他们。在 1978 年召开的第十届机构投资者研讨会上，巴尔对在座的数百名投资管理人宣布，他们当中绝大多数人注定会在与市场的较量中败下阵来。"这是不可避免的，只要配置适当，任何一只指数基金都能超过你们的平均业绩水平。"听了这话，大家顿时惊呆了；接着，全场哗然。要知道，干投资经理人这一行的，人人都认为自己是英才天纵，像"忧愁湖"畔的童话人物一样，怎么可能比一般人差呢？

"我已经尽量说得婉转了，"巴尔说，"而且，这番话用在他们许多人身上一点都不过分。依我看，他们之所以产生抗拒情绪，主要是因为我的话触到了他们的痛处，他们是讳疾忌医。"巴尔的话可以说是良药苦口，虽然难以下咽，但那些投资经理人还是皱着眉头吞下去了。

纵酒狂欢的结果必然是宿醉。20 世纪后半叶，股市曾有过几番如痴如狂的大飙升——从 1960 ～ 1961 年间的"电子繁荣"，到 60 年代末与性解放风潮结伴而来的大牛市；还有 70 年代初以"五十大盘股"为代表的蓝筹股大旗永不倒神话。但每次股市狂涨之后，接踵而来的总是暴跌。然而，面对这样的情形，投资经理人一向所缺乏的正是一种把握股市风险的工具。倘若非得付出屈辱的代价才能得到这工具，那也只好委屈自己一下了。到了 70 年代末期，职业投资管理人手中掌管的资金规模一般都很大，假如运作期间风险过大，客户们肯定会弃之而去，另择高人。出于这种考虑，他们都急于降低经营中的风险。

为他人提供抵御风险的工具，巴尔很快便把这一行业做得风生水起。但是他还渴望着亲自出马，到市场上去搏击一番。"我之所以步入投资管理人的行列，是因为我觉得，作为一个设计者，要建立一个切合实际、能真正做出恰如其分的评估、为股票买卖提供指导的量化模型，我自身的实际操作技巧也起着很重要

①加里森·凯勒（Garrison Keillor）是美国家喻户晓的节目主持人、作家、表演艺术家，他的表演特点是以幽默见长，成名作是明尼苏达州公共无线台节目"牧场之家好做伴"（A Prairie Home Companion），节目中描述了神秘的忧愁湖滨小镇（town of Lake Wobegon）："在那里，所有的妇人都强壮，所有的男人都英俊，每一个孩子都很优秀。"（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的作用。”既开展投资管理业务，同时又为竞争对手提供风险管理工具，这两者之间显然存在着矛盾。于是，巴尔割断了自己与 BARRA 的经济联系，并于 1985 年夏天成立了自己的新公司——罗森伯格投资经理公司（RIEM）。新公司的宗旨很简单，然而多少有些令人费解：“努力发现表现超出市场水准的股票，并且购进之；还要寻找那些表现低于市场水准的股票，并且抛空之。”巴尔宣称，“这便是我们业务的精髓所在。”

BARRA Vs RIEM

尽管巴尔创建的两家公司都以“贝塔”值分析和“效率市场”概念为理论基础，但 BARRA 和 RIEM 之间至少有一点根本的不同。巴尔说，在 BARRA，各种“贝塔”分析法是投资咨询业中无人不晓的常识；公司的客户们纷纷仿效这一方法，并把它们照搬到竞争中去。在对投资进行描述时，大家已普遍接受了“贝塔”投资法当中的概念。“如果有别人模仿或使用这种方法，其结果是对方法本身的肯定和强化。”巴尔说。但在 RIEM，事情就不一样了。“从事投资管理实务操作，如果你想做得出类拔萃，就得具备竞争意识。在实践中，不会有任何一种系统性的妙法能让每个人都照猫画虎地搬来赚钱。因为，机遇是有限的，当大家一窝蜂地都来尝试时，原有的机遇就被破坏了。”一个能赚钱的点子，如果与众人分享，就会失去价值。

据巴尔介绍，曾经有过好几个看似大有“钱”途的项目，就是由于泄密而遭到了灭顶之灾。所以他才把“黑匣子”的秘密守得那么紧。但有一条投资策略已是早经曝光过的：那就是寻找冷门股。“从理论上讲，投资冷门股，总的回报率会比较高，这是因为起初没人看好它们，本益比有可能很低，”巴尔说，“所以，如果用冷门股作为投资组合的一部分，你击败市场的几率会比较高。不过，这也并不是绝对真理，至少在此前的 15 年间，购买冷门股的战术看来并不奏效。这又是为什么呢？因为，那些拥有大批分散投资的人会说：‘好啦，我的投资已经够分散了，即便其中有一两家公司业绩不好，也关系不大。现在，在保证底线的基础上，我还得选购几只冷门股，这样，一旦它们涨起来，我就有机会获得较高的收益了。’你看，既然大家都‘追冷’，冷门也就不成其为冷门了。”

“阿尔法”在哪里？

在激烈竞争的市场环境里，一种成功的投资策略往往只能风光一时。那么，作为投资管理人应当怎么办？ RIEM 的答案是：寻找“阿尔法”。

“我们公司若能成为‘阿尔法’制造厂才好哩。”巴尔说。这个“制造”流程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的根本目的就是寻找适当的获利机会，即“高效”市场的“低效”环节。具体而言，首先要研究各上市公司的基本实力，确定投资对象；然后，要围绕选好的个股设计分散投资计划，以保证大体上满意的回报（当然，有时候也难免出错）。

其实，不管贴没贴上现代投资组合理论的标签，每一个投资者平常做的就是追求“阿尔法”这件事。在莫里哀[1]的《贵人迷》中有这样一个角色，他听说自己一向所说的话原来都是“散文”[2]，不禁喜出望外——“散文”，听上去有多么文雅、多么尊贵！普通投资者也和他一样，平日投资时所用的原本就是与“阿尔法”、“贝塔”一样的方法，只不过没有上升到理论层面去思考罢了。

房产的卖主都晓得，对房屋进行粉刷、装潢、重新拾掇地下室，这一切都能增加房子的价值；但是，对房价起着最终决定作用的，还是当地房地产市场的需求量。两居室的套房配备按摩浴缸和现代化厨房设备，并不见得使它的售价比另外楼层同类套房贵上一倍；很可能只在售价中添上这些设备的成本而已。这套房子的市场价主要取决于该地区或该幢大楼中两居室套房的价格水平，而不是套房中安装的设备。拿市场行话来说，“贝塔”体现的是在该地区买进房产或在该幢大楼里买下一套房子这个行为本身潜藏的风险，也叫系统风险。无论房主怎么对房屋进行粉刷或装潢，他也无法避免这样的风险。“地点、地点、地点”，这句房地产业的名言强调的正是“贝塔”值对于投资者的重要性。

还是拿房产来打比方，“阿尔法”代表着这套房子超出市场期待值的价值，其中包括了它与众不同之处的价值。如果你经过不懈的调查发现，街尽头挨着小溪的那座华而不实、无人问津的房子，原来出自著名设计师弗兰克·劳埃德·莱特的手笔，等你把这消息传开，那座地下室渗水的房子肯定会身价倍增，说不定要比相邻的房子贵上八倍呢！这就是“阿尔法”作为风险的一个组成部分，它给投资者的回报将高出预期，那水平甚至会远远超过你的想像。[3]

想出手一辆1992年出厂的二手宝马车吗？先调查一下，差不多的车子一般能卖多少钱。只要买家不傻，你就别指望得到比

①莫里哀：(Molière，1622～1673)，法国喜剧作家、演员、戏剧活动家。他在欧洲戏剧史上占有十分重要的地位。（译者注）

②这里说的“散文”在意义上是与“韵文”相对而言的，凡不是合辙压韵的语言或文字都应属于这个范畴，人们日常说的大白话自然也算“散文”。（译者注）

③我的个人经验表明，就连一台旧冰箱也可能具有“阿尔法”。一次，一位剧作家从纽约市区搬到格林维治区著名歌手约翰·列农曾住过的一套公寓里。他买了台新冰箱，把旧冰箱扔到大街上，让清洁工收走了。后来，他的朋友们对他说，那是列农用过的东西，怎么可以随便扔掉呢！那台旧冰箱有着超乎一般旧冰箱的内在价值，这就是“阿尔法”。只可惜没人识货罢了。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均价高很多的钱。但是，如果你能证明杰瑞·加西亚[①]曾乘坐这辆车兜过风，那它就值大价钱了。在这种情况下，杰瑞的大名就为这辆车添加了“阿尔法”。

“高效旧车场”理论

巴尔拿旧车市场来打比方，用以说明“阿尔法”、“贝塔”的运作原理。让我们先作个假设：场中所有的汽车都出自同一厂家，属于同一型号，全都跑过1.8万公里左右的里程，而且标价都一样。

先不论个人喜好，只需一点简单的推理就能判断出，这些车当中有一部分的价值会比平均价高，也有一部分会低些：因为前任车主对车保养的程度有好有坏，开车的习惯也不一样。所以，买车人就应当对每辆车进行仔细观察；有可能的话，带上个机械师就更好了。车况较好的车子跑起来更平稳，耗油量低，所需的保养也会比一般的车少。“在这样的市场里，存在着分析比较的余地，你可以借助分析、观察，找出实际价值超出平均水平的车子。”巴尔说。这样的市场就是“低效市场”，其中存在着大量的“阿尔法”。

如果是高效的市场，情形就不同了：那里不再有“阿尔法”。还是刚才说到的那个旧车市场，只不过有100名职业机械师曾经来过，他们研究了每辆车子，并给它们报了价。现在，贴在风挡玻璃上的标价是他们各自报价的平均值。现在，买车人要想在车价上占到便宜可就难了，因为这车已被100位机械师评估过。这时的旧车市场就是所谓“高效的市场”。也就是说，没有“阿尔法”的市场。“你所能做的，只是按你个人的口味挑一辆车子——至于价钱，你心里知道，每辆车的价钱都挺公道。”

股市的情况，应当说处于这两种情形之间。它很有效率，但又没高效到完美的地步。股市上存在“阿尔法”——虽说机会不太多，但是至少对于一小批投资管理人来说，足以用它来击败市场的了。

巴尔的策略是积少成多，而不求毕其功于一役。他的诀窍

①杰瑞·加西亚（Jerry Garcia）：Grateful Dead乐队的主唱及灵魂人物，1995年8月9日去世。Grateful Dead是美国60年代旧金山迷幻乐浪潮（psychedelic era）所产生的迷幻乐队（acid band）中最长寿、也是最了不起的一支乐队。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，盯准那些存在过度反应的股票，趁其动量摆回到应有水平之际，瞅准机会买入卖出，以获得利益。“我们不用判断某个公司的绝对价值，”巴尔在接受《旧金山编年报》的采访时说，“我们是从其它公司犯的错误当中获利的。”

比方说，你要把钱投在洛杉矶新开张的一家饭店中。“你的投资意向如此热切，是因为你兄弟就在那家饭店当厨师长，凭着他提供的消息，你确信这笔投资肯定能挣大钱。”RIEM 的合伙人马利斯·弗里茨细细地解释道，“那是个家族企业，你和他们家族是老熟人，知道他们经营的饭店绝没有失败的可能。况且，你还能得到不为人知的内幕消息……但是，你忘了一件事：据统计，新开张的饭店中有 95%在头一年内倒闭——在决定向新饭店投资的时候，这个统计数字应当纳入你的考虑范围。而你是否仔细权衡过呢？作为投资者，你只想到自己拥有信息方面的优势，却忽视了不利因素，或者没能充分地考虑到它。这就是错误的开始。在罗森伯格的公司里，这种事却不会发生。我们不炒作概念，不会被天花乱坠的故事蒙住眼睛。我们关心的是事实。这家饭店的经营前景如何？电脑数据能告诉我们。”

一般说来，RIEM 买入的股票，股价较类似的个股要低上 10%～12%。这不是什么大数；举例来说，按专家系统分析应为 50 块钱一股的，现在卖 45 块钱一股。差不多就是这样。在投资圈里，这种股票一般不会引起很大兴趣。“我们从未找到过那种动辄涨上 100%或 50%的股票，”弗里茨承认，“但那也不代表着我们的战略就不成功。说它成功，是因为对所有这些股票，我们都拥有足够的信息；并且，在操作中，我们的‘击球成功率’很高。一个投资组合当中包含二三百只个股，而我们判断正确的几率在 56%——这样的战略必然取胜，而且事实上已经取胜了。”

是真是假？

巴尔的成功，已经大大超出了一般教授阶层所能想像的程度。这不仅靠他天才的投资策略，还要归功于他高超的推销手段。然而，功成名就的巴尔却仍然保持着一颗天真好奇的心——也许，他是装出来的？那他装得也未免太像了。“巴尔太聪明了，他若拿出声东击西的一套来骗你，你是很难发现的。”说这话的是巴尔的一个朋友，也是他在加州大学伯克利分校时的一个同事。

那么，巴尔是否相信自己那套关于详尽分析和分散投资的理论呢？事实上，他自认为最成功的一次个人投资（除了 BARRA 公司之外）却完完全全违背了分散投资的规则。“一个朋友对我说，他晓得某只股票会涨起来，我就相信了他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话。当时，我的基奥计划[1]基金正没地方投，我就用它全部买了这只股票——现在想来，真是疯狂的举动！”巴尔承认，“那个朋友还把他对该股的预期价位告诉了我，于是我就傻傻地等着，直到股价涨到那一点才抛出。”其实，巴尔等待的功夫比他那位朋友还深，人家早在稍低的价位上抽身而去了。“我想，那次全仗着运气好。但我认为，那还算得上一次出色的投资。”巴尔也有失算的时候，其中最失败的一次是买下了位于萨克拉门托谷的一个胡桃种植场，结果很糟糕。“我真该用那笔钱来买股票，”巴尔后悔地说，“在股票买卖上，我才能真正有出色的发挥。那笔钱要是买了股票，我现在该挣到好些钱了。”

巴尔的言谈当中有一种哲学意味，这让人想起他早年在象牙塔中的日子。谈起自己的投资生涯，巴尔说：“这可能是我最擅长的职业。它能提供一种智力上的满足感；而其中的理解过程对我来说当真是一种享受。我天生有点儿科学家气质，总是对事物发生的机理比较感兴趣。况且，我们手里还掌握着开启真知宝库的工具，能揭示出你不曾想到过的哲理。”

比如，他在研究这样一个课题：自由企业制度作为一种人类本能的欲望，它能在何种程度上跨越不同文化的屏障？“我观察到，在不同的文化区域内，竞争过程竟然如出一辙，这个现象令我非常入迷。”巴尔说。在他看来，资本主义在中国茁壮成长的惟一障碍，就是人们头脑中还存留着对它的抵制意识，认为它是违背道德的。“俄罗斯也有同样的问题；不过，我认为俄国人是由衷热爱企业家的。”

世界在追赶美国，但美国人热爱冒险的精神仍然是举世无双的。“我们的国家当然是一个飞速变化的国家，”巴尔说，“而变化总是伴随着不确定性和风险。据我们数据库的资料表明，每年当中，大约有300家左右的美国公司会在市场上消失。这有几种可能性：也许是公司业绩极好，被人收购了；也许是被并购，融入了其它公司；最后一种可能就是公司倒闭。”

相对而言，全日本每年有两家以上的公司遭淘汰，已是不多见的事情。直到最近仍是如此。“日本人珍爱他们的公司，把它们当成社会的一个宝贵组成部分；而在我们这里，公众对于一个

①基奥计划，也叫RH 10计划，是一种为自由职业者或私营业主所制订的缓税退休金账户。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私营公司的生死存亡，似乎并不那么在乎。”近来，日本人已越来越深切地体会到了全球竞争的残酷性，日本企业界的淘汰率也会逐渐增强。

“世界上一切成功而成熟的经济体，都羡慕我们美国经济的勃勃生机，”巴尔骄傲地声称。作为欧洲犹太人和苏格兰传教士的后代，巴尔似乎特别陶醉于美国这个文化大熔炉。他说：“美国不是那种整齐划一、人人都做同样事情的国家。我们的人民总在不停地跑来跑去，不停地相互争论——尽管如此，我们仍取得了极大的成功。我们并不像法国和日本那样，提倡‘只买国货’，我们谁的货都买。在美国，人与人之间的凝聚力也不像其他国家那么大。但我们有另外一种很重要的东西，靠它来促成社会协作，使得美国在各行各业都拥有强大的实力。”

美国还拥有世界上最先进、流动性最强的资本市场。按巴尔的话说：“证券市场的作用，就是让个人投资有机会揉进这个巨大的‘发酵面团’里去，同时还享有分散投资带来的安全保障。”

巴尔热爱的正是这番喧嚷躁动、蓬蓬勃勃的景象。新的数据如滚滚浪涛不断涌来，一刻不停地重塑着世界经济市场的面貌。他以宗教般的语气归结道：“有意思的是，这一切必然有一定的规律性。而这规律性乃是由社会生发出来的。在多数情况下，我们是靠本能来感知这种规律的，但不一定能够认清它。若不是有了计算机设备，以及能够对数据进行深入分析的软件资源，我们恐怕永远也想不到要去寻求这一规律。”

战无不胜是不可能的

即便是最高明的计算机专家系统，也不可能把每一种局面归结为量化数据，从而做出有意义的结论。假设你在赛季开始前搞到了大量棒球方面的统计数据——平均击打率、守备率、投手表现，等等，你会情不自禁地想动手测一测，今年美国大联盟冠军赛的桂冠会落入谁手？“我做学生的时候，就搞过一点这样的预测。”巴尔说。当然，以他那样无穷无尽的好奇心，这是很自然的事。“我的结论是，很难做出判断。因为，所有这些球队都很有实力，没有谁占绝对压倒的优势。一个赛季太短，不足以扯平所有的不确定因素。也就是说，你可以运用量化分析方法来选择有可能胜出的球队，计算机也会给出合情合理的结论——实际上很多人就是这么做的，他们用统计学方法在棒球赛、足球赛和各种赛事中猜测结果。你可以试一试，但球是人踢的，球场上还有很多偶然性因素；而一个赛季太短，计算机无法通过统计学手段扯平这些不确定因素。要想做出准确的预测，除非某一只球队占有绝对的优势——比如近期的亚特兰大勇士队，或者是拥有贝比·鲁思的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扬基队。"

"无法进行量化的有两种东西，"巴尔说，"一种是已经显现在你眼前、但你还没能理解的东西；另一种是本身就无法预测的东西。"前者在我们看来也许是偶然发生的，而在别人眼里可能就具有规律性，因为他们对它理解得更深更透。比如，决定运动员场上表现的心理动机，或者股价波动的原因，等等。至于那些本质上就不可测度的东西，在客观上还没确定前，我们是无能为力的，因为人类预知未来的能力本来就有限。"祝福人类的心灵吧！"巴尔说。

巴尔虽然对计算机抱有强烈的热情，但他似乎更推崇那种惟人类才有的不可测度性。它令人感觉亲切，也是机会的源泉。"公司的盈利行为乃是人类社会运转的一部分，"他沉思地说，"人类社会就是人本身。它具有人类的所有不可测度的方面。我们喜欢出其不意的事情。我们所创造的文化便在不断令我们改变对世界的看法。而计算机这种产品，它的特性就是要按照一个有规律的、可预知的模式进行工作。人类能改变它的模式，让它变得不那么规则。每一个新程序、也就是新模式设计好之后，总是先由人类对它进行测评；测评人知道该程序应当是什么样子的，这才能判定它的好坏。"

巴尔天生是那种善于内省的性格，25 岁左右，他开始信奉佛教。"我父亲是犹太人，而我母亲来自基督教长老会传教士的家庭；所以，在我成长过程中，家里对我的教育，在宗教观念上是比较开放的。我感到佛家哲学非常有吸引力，就成了佛教信徒。"提到佛教信仰对他的投资风格有什么影响，他的回答有些含糊其词。"这问题挺有意思，"他说，"我可说不好。世界上有很多佛教国家，他们那里也有干我们这行的。我以为，在我的信仰和职业之间没什么直接的联系——佛教并不能让我成为另外一种类型的投资者。就算有影响，也只是一点点而已。也许，把我引向佛教的那种性格上的倾向，那种好奇心，也把我引入了投资管理这一行。我遇事总是想要深入探个究竟。"

两大世界的碰撞

这些日子以来，巴尔的家分成了两个差别迥异的世界——一个是他的计算机房，那里摆满了计算机，不停地吞吃着千百万条数据和信息；另一个世界则是围绕着他那地中海式别墅的花园，园中花木蓊郁，到处摆放着佛像。其中有一尊佛塔，佛家称为"浮图"的。据巴尔介绍，它象征着开启智慧、超越愚蒙，以及悟性之根。他收集、供奉着许多年代久远的佛家珍品，包括释伽牟尼以降多位圣人的舍利。这花园静谧深远，是猫头鹰、野鸭营巢休憩之地，偶尔也有一两只苍鹭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光顾。[1] 巴尔缓缓地说："在我看来，这花园代表着生命的力量和自然之美，一种远非人力所能达到的境界。"

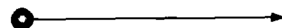
如果说巴尔的宗教信仰和他的投资事业之间有什么联系，那就是他这种深思的禀赋。"佛教当然是鼓励人们对生活进行深思，"巴尔解释道，"其实，计算机专家系统的设计工作在某种程度上也是这样。你要参照自己经过终生训练而形成的决策过程，把它搬到计算机程序中去。这就包含了一定的自我分析成分。我是怎么做决定的？我所考虑的因素都有哪些？其中真正起关键作用的又是什么？你把日常的决策行为归结为一个模式，然后才能按照它设计出计算机的专家系统，使它能像你一样做出决定，甚至比你做得更好。在我总结自己思维模式的过程中，我发现，我对自己的了解更深入了，对自己思维过程中的缺陷也更清楚了。"

由于他们的数据来源差不多有 30 多个，差错是不可避免的。为解决这个问题，他们使用了一套检查和平衡软件进行监控。头一道警戒线先检查来自不同提供者的数据信息，看它们彼此间有无矛盾之处。看，监控软件发现了一处数据矛盾，两个数据来源所报告的巴克莱国际集团的流通股数量有 25%的差别。经检查发现，其中一个数字只是巴克莱集团下属一家银行的流通股数量，差错找到了。实际上，最常见的错误就是流通股的数字误差。查错的范围还包括内在逻辑错误（如，资产项目总数与资产总值相等）以及合理性方面的检查，即用主要的财经比率代入各组数据进行查验，找出明显的异常之处。

"当我们出错时，多半是因为我们对形势了解不够，"巴尔说，"也许是我们的模型不够精确，或是我们掌握的数据没能完全反映出存在的机遇。在这种情况下，如果不能透彻地理解局势，问题就没有办法解决。这是最急人的事。所以，你就得努力往深处想，希望能改进自己的模型。有许多回，我们真的改进了模型，从而在一定的意义上，更精确地反映了客观世界的运动规律。"

①巴尔是个素食者，他养鸡为的是取蛋。当母鸡太老，不能生蛋时，他就把它们送到一个老妇那里，一直喂养到死。因此说，巴尔是全世界鸡类心目中的大英雄。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章 指数基金 “如果无法打败他们……”

不可捉摸的“风险—回报率”，一直是令投资界头疼的难题。是谁降伏了这只狡猾的狐狸？首先提到的人，无疑就是1990年度诺贝尔经济学大奖得主、财务经济学家、温文尔雅的威廉·F·夏普教授。是他，把原有的“风险—回报”理论提升到了一个新的高度，并以自己的研究拓展了它的领域。在不超出平均风险水平的前提下，他成功地使投资超越了市场总体表现。这对于传统的职业投资管理来说，不啻是一个挑战——在他之前，几乎没有人能做到这一点。由此，夏普为指数基金的出现铺平了道路。

夏普对金融界的贡献意义深远。我们不妨拿他选择座驾的品味来打个比方：他总是开着那辆生龙活虎的双马型小车去为斯坦福大学的橄榄球队助威，速度一点不亚于那些阔气招摇的豪华车。那些豪华车尽管马力强劲，却照样得应付路面上的各种问题，少不了的耽搁、绕行、故障，以及小的车祸，等等。这样一来，它们的优势就发挥不出来了。而夏普的车子虽说不大漂亮，但它总能载着主人开到任何想去的地方。

夏普的投资战略也是这样，朴实无华却有效率，它建立在夏普于1964年揭示的金融模式之上。该战略的核心叫做“指数”。在多数情况下，应用该战略所取得的业绩都胜过了普通的职业投资管理人。指数基金的精髓，在于精确复制整个市场的大盘表现。

由于成本原因，投资者不可能购买市场上所有的股票，于是出现了选择问题。指数基金在选股时常常要凭借标准普尔公司制订的一个指数，这就是标准普尔500指数。这个指数涵盖了最能代表美国经济状况的500家公司，反映着它们所属的各行各业对整个儿经济大局的贡献程度。这500家公司的名单不是一成不变的。经济巨澜大浪淘沙，弱者遭到淘汰，新的强者又露峥嵘，名单上的公司也随之不断更迭。其中每一成分股的排位，都按其价值相对于全部上榜公司股票价值总和的比例来决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设一家汽车制造公司发行的股票价值，相当于所有标准普尔500成分股价值总额的2%，该公司在整个儿指数化投资组合中占的份额，就应当是2%。也就是说，投资永远要与市场指数比重相当，无需太多交易过程。这也就是为什么人们把指数基金称为“被动投资”的原因。标准普尔500指数是各种指数基金最常用的参照系，但是可供参照的并不只此一家：任何一种或几种用以表示股票或债券市场变动的量度，无论是美国的还是外国的，都可以拿来与相应的投资组合挂钩。目前，夏普名下的个人财产几乎全部投入了遍布全球的多只指数基金当中，其中每只基金的投资组合，都根据其所在地域的市场指数进行同比配置。

尽管指数基金在全世界投资资产总额中所占的份额还很低，然而，作为一种近年来飞速发展的投资策略，怎么强调它的重要性也不算过分。首只指数化共同基金是在1976年出现的，此后近十年间，竟无人步其后尘。然而，在1985年到1997年这12年间，美国国内投资于股票的指数化共同基金，从仅有的两家一跃增加到了138家。同时，指数基金持有的资产额也飙升了19357%，达到1320多亿美元。随即，债券基金也不甘落后，实现了一次戏剧性的增长。据晨星公司的统计，主营债券的指数基金1985年只有两家，到1997年就增加到了18家，管理着84亿美元的资产。与共同基金相比，机构投资者接受指数基金还要早了好几年，现在，将养老金资产配置为指数基金，已经成为他们的定例了。

从投资收益率方面考虑，指数基金有两个重要的优点：(1)收益率始终与大盘收益率同步，具有稳定性；(2)税金与交易费用低。积极型的、注重选股的投资管理人要付钱给他雇佣的大批证券分析师，由他们负责遴选买卖的对象；而无论是买进还是卖出，他都要承担大笔的交易手续费。相反，被动型的投资管理人略去了费时费力的选股过程，他只需花费少量资金，凭借计算机系统跟踪股价变化，就能操纵手中的指数基金了。除非有哪家公司跌出了标准普尔500的范畴，或是并入了其它公司，否则指数基金的构成是不会改变的。变化的只是股价。由于投资者每次进行交易时都要就其资本利得报税，交易次数少了，投资者付出的税金就少；而且，交易手续费也省了。既然指数基金是与市场大盘指数同步波动的，它便无法取得令人惊叹的高收益。不过，对于那些满足于与大盘收益持平的投资者来说，这种既节省花费又保证安全的方法，当然是最合适的。

夏普的讲堂总是被学生们挤得密不透风，而这位成就斐然的诺贝尔奖得主却坦白地告诉他们：不必击败市场，能跟随市场表现就足够了。他承认，指数化战略没有积极选股策略那么激动人心。然而从长远看，它凭着交易成本低的优势总能获得超出平均值的收益。“这是一种非常乏味的致富方式。”夏普说。他有把握

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地预期，10 年以后，他的学生当中会有一批最优秀、最聪明的人向他汇报说，由于投资了指数基金，他们已成功地跟上了市场的表现。他说："如果他们肯听我的话，都会投资于指数基金的。以后，他们腰包里的钱数大概彼此都差不多。"

积极管理的运算技巧

根据表现进行调整，这种投资策略听上去绝对有美国特色——尤其是对那些声称要击败市场的投资管理人来说。然而，回顾 40 多年的历史，这种受到美国人偏爱的积极型投资管理，并没有多少让人能引以自豪的出色表现。这就比不上指数基金了。

为强调这一论点，夏普发明了一种他称为"积极型管理运算"的游戏。首先，他从听众中划出 1/3，假设这部分人是管理指数基金的；而另外的 2/3 则属于积极型投资管理人，他们将自由选择他们认为能击败市场的股票进行操作。"让我们来确定一个市场——法国股市、英国债券市场，什么都可以。"不管市场中有多少只股票，都由所有参与者共同拥有，这与现实中的股市一样。

被动型的参与者买入个股时，只需完全按照该股在整个市场中所占的比重确定持股比例。如果一只股票的价值占整个市场价值总额的 1%，它在你的指数化投资组合当中所占的比重，也应当是 1%。"现在，我们再来看看积极型的投资管理人吧，"夏普说，"他们正忙于调查、探访各上市公司、研究宏观局势。"他们中的一位买了 A-B-C 作为一个组合，另一位则买了 D-E-F。所有这些人买入股票时，都不大考虑它们在整个市场中所占的比重。"接下来，我常会夸张地煽动他们的对立情绪：'你们参加鸡尾酒会的时候，可千万别搭理那些被动型的投资管理人！那帮家伙简直乏味极了，什么都不懂。还是积极型的管理人有魅力，他们个个聪明能干，都是才华横溢的人。'"当然，他贬损被动型管理人的这番话，纯属玩笑，不可当真的。指数基金的早期倡导者个个极富魅力，在这个蓬勃发展的投资领域当中，都是很有影响力的投资者。夏普本人就是个最好的例证。

等到游戏中的全部证券已经被双方参与者们瓜分之后，接下来便需要选择一个操作期限。这个期限可长可短，不论是一星期、一个月，还是一年，最后的结果都一样。"假定这个市场总的平均收益率是 10.3%，"夏普说，"下一个问题是：所有积极型参与者的平均收益率是多少？"答案当然是 10.3%，不可能有别的答案。因为，每个投资人获取的收益之和，除以入市投资的总人数，就是大盘总的表现，或称平均收益率。如果积极型投资人的业绩再好些，根据算术法则，大盘的表现也会随之上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以想见，一部分积极型投资人的业绩可能超出平均值，而另一部分的业绩则必然低于平均值；总地说来，全体积极型投资人的业绩均值与被动型投资人的业绩均值，肯定是一样的。在此基础上，我们可以推断：因为还要考虑到交易成本的因素，所以作为一个整体，积极型投资人的业绩必得高于平均水平，才能得到与被动型投资人同样的回报。总而言之，这个游戏说明了什么呢？夏普总结道："有时候你会听说'积极型投资管理人战胜了被动型投资管理人'，或者'积极型投资打败了指数基金'。每当出现这种说法，就表明肯定有什么地方出了问题。也许是比照对象的范围不够广，也许是特定的那家指数基金操作有误，再不然就是有别的问题。算术法则是无可辩驳的。"

随着指数基金的激增，涌现出大量新的杂合型参照系，包含了近乎无限种相关资产的组合。有什么指数，就有相对应的指数基金。夏普以为，这些参照系的出现并无害处，只要投资管理人不在它们当中跳来跳去就可以。如果哪位投资管理人声称他击败了市场，而他选用的参照系却前后两样，那就是个危险的信号。还有人常说，"按每一元资金报酬率计算，积极型投资管理方式的回报已超出了市场绩效"。夏普认为，对这种提法也应持警惕态度。因为，小盘股作为一个群体，其业绩一般要比整个大盘业绩好。那些操作小盘股的投资管理人，应当以针对小盘股的量度作为参照系才对。

夏普并不否认，某些精明的投资者还是能够战胜市场的。按照上面所说的算术法则，在积极型投资管理人当中，必定有一部分人表现不佳，但每年也必定有一部分人能取得超乎均值的业绩。不过还要注意到一点：每年的胜者很少是同一批面孔。"我们知道，每隔一段时间，总会涌现出少数击败市场的人物，"夏普承认，"这绝对是事实。而且，即便从较长的一个时间段上考查，击败市场的英雄也不是没有。假如你与众不同，天生一双慧眼，能猜出下次击败市场的英雄是谁，你当然会把大笔资金押在他们身上。不过，若换了是我，我会少押几位；或者，削减押在他们每个人身上的金额。"我们手头所有的证据都表明，那些在前一年成功超越了平均绩效的投资管理人，到了下一年度，他们取胜的机会并不比其他投资管理人多。至于下两年、三年或更远的情况如何，就更不可预测了。

与被动型投资管理相比，积极型投资管理的成本较高；另一方面，夏普又指出采用积极型投资管理方式的基金，还忽略了最可靠的风险防范手段：最优化的分散投资。"那么，我是不是说，大家就不该跟随积极型投资组合，而让他们的管理人去喝西北风呢？不。我认为把一部分资金投入这种基金并无不可，即使你对充满焦虑的经历没多大兴趣。这只是一个承受力大小的问题：脱离分散投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的保护，到什么程度对你才合适呢？只有你自己知道。”

只需研究一下约翰·奈夫和福斯特·佛莱斯的投资纪录，你就会明白，那些不采用分散投资策略的投资者也有机会战胜市场，并可能在很长一段时间里维持优异的战绩。①这些投资大师，还有本书中没有介绍的千百名职业投资管理人，他们每天都不辞辛苦地在市场上细细搜索，企图寻找到被市场低估的个股。而那些既缺乏资源又没有足够消息渠道的普通的业余投资者，根本无法充分了解对股价波动起着决定作用的大批量信息，他们搜集信息的努力常常是无功而返，有时甚至带来灾难性的后果。相对而言，这批人是处于劣势的群体，很难在与市场的对抗中长期保持不败。“你也许头脑聪明，也许肯下苦功，这都是有利因素，”夏普说，“但别人也不笨，也照样儿用功。想在股市上击败他们，谈何容易！”

有经验的人都知道，无论是在超市出口处，还是在桥头收费站前，你只能规规矩矩地排队等候，很难越过别人抢先通过。“你到了桥头，看到一长排的收费亭；有意思的是，每个亭前排的车队都差不多一般长。在商店里，每个收银口的队伍也差不多一样长。你忽然发现一个短点儿的队伍，急急忙忙过去一看，我敢打赌：前面肯定有个家伙，购物篮里的东西装得比小山还高！股市上也是同样的道理，大家都在寻找赚钱的机会，这个事实本身就决定着赚更多钱的机会肯定不多。”再举个例子，高速公路上遇到塞车，各条车道上车龙的移动速度都不相上下，没有哪条能快些——除非你把车开上路肩，而那么办就意味着冒风险。

证券市场有成千上万个“收银出口”，在这些出口前排队的“顾客”更是达到几十万、几百万，他们所有的人都想在最优价位上买进或卖出股票。股市中达成的每一笔交易，都在公众的信息库中添了一条影响股价的新信息；而股价的每一点变化，又以信息的方式传播开来，从而影响到其他投资者的买卖决策。这就是专家们所说的“效率市场”。关于这方面的理论，在他们的词汇表中，叫做“效率市场理论”或“效率市场假说”。

不同的学派，对于效率市场理论的解释略有差异，但大致意思是相同的。总地说来，在金融市场上，特别是股票市场上，竞

① 华伦·巴菲特与他们不同，他是个积极型的投资者，当他觉得公司的发展方向不符合自己的意图时，他就会对管理层施加影响。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争极为激烈；所有能买到的股票，其价格无一例外地是其他投资者对它估价的综合值。“假如某人要以 10 元的价钱把股票卖给你，那就意味着在他的眼里，这只股票的价钱不到 10 元钱。”夏普说，“金融证券的价格是在一个竞争性极强的环境中确定的；按照效率市场理论，一只股票的价格很可能代表着市场对其未来最恰当的估计——虽说这个未来归根到底仍是不确定的，谁知道上市公司明天会发生什么事呢？但是，有把握地说，你不可能随手拣起一张报纸，就发现一只被市场严重低估的价值股。同样，也不大可能有被高估太多的股票。一句话，股价是一条极为重要的信息，因为它是在股市供求关系的拉锯战中最终确定下来的。”

此外，股价的走势是飘忽不定的。从前的价位并不能说明将来会怎样——这是试图战胜市场的投资者所面对的另一大障碍。历年来的股价资料只能有力地证明股价的不稳定性。根据对这些资料的分析，投资者可以建立起分散的投资组合，令各种风险因素得以相互制衡。夏普认为，这是在效率市场上惟一合理的投资方法。否则，你必定一败涂地。

夏普指出，即便是在过去的年代里，居主导地位的也还是效率市场。现在，尽管投资方面的研究水平已是突飞猛进，但从另一方面来看，要登堂入室也更困难了。“市场大了，”夏普说，“和过去相比，现在的金融市场已得到了极大的扩展。现在有些证券的名目，是 25 年前根本想像不到的。研究市场的人多起来了，通讯手段也大大进步了。可是，需要研究的东西也增加了。”

夏普的根

夏普的母亲叫伊芙琳·莫洛伊，早年毕业于加州大学普慕那分校，获学士学位，现在是一家小学的校长。她从前可能根本想不到，自己的长子会取得如此成就，对于打造证券市场现状的一系列重大事件竟会产生那么大的影响。“我从没意识到，数学竟会成为他的强项。”莫洛伊说。一心想把孩子扶上诺贝尔领奖台的父母们，请听听她这话吧！夏普生长在南加州，从他们家的教育氛围看，其实是属于重文轻理的类型。夏普出生在波士顿，幼年时学过小提琴和钢琴；上学后，他念书很自觉，而且总能名列前茅。这一点想必不出读者所料。

1951 年，年轻的夏普考进了加州大学伯克利分校，计划读理科，最终投身于医学。但他的志愿很快就发生了改变。大学二年级时，他转入加州大学洛杉矶分校（UCLA），兴趣转向了经济学。这样一来，他花在文科上的时间就大大减少了。“转入经济学专业之后，我的教育就再也不能全面发展了，”夏普回忆说，“真遗憾！要知道，我是着实应当在文科方面补一补的。说起来不怕人笑话，想当年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大作家菲茨杰拉德那么红，我却一直没读过他的作品。直到他40来岁，已经写不出东西来，我才头一次拜读他的大作[1]。要是我早些年能受到更好、更全面、更开放的教育，那该多好。"

对文学的爱好并未完全从他心中消退。在大学期间的一个暑假里，他到一家县立修车厂的配件部打工。"店主总是抱怨活儿太多做不完，不过我每天只需半小时就能把一切料理好。干完活儿，就得在那里守着，无所事事。"夏普便利用空闲时间参加函授学习，学的是远东政治；他还通读了《萧伯纳全集》——不光是他的戏剧作品，还包括那些冗长的序言和后记，以及萧伯纳的音乐评论。作为歌剧爱好者和狂热的爵士乐迷，夏普认为音乐评论部分是非常有看头的。

攻读经济学正符合夏普擅长分析的天性。但是，转校之后，头一门必修课就让他失去了兴趣。"我倒不恨这门课，只是觉得它空洞无物。实际上，不妨把它叫做老式的投资技巧课：怎样看财务报表、预期收益、寻找热门股，等等。没有一丁点儿精密的、需要头脑的东西。这门课实在是毛病百出，令我非常地失望。"至于会计学课程，在他眼里也强不了多少。不过，在当时他指出了学术界的这些诟病，并没有得到任何的掌声或赞誉，远不及十年之后，他振臂一呼，应者云集的势头。

然而，令人鼓舞的事也是有的。夏普是 UCLA 首位同时攻读经济学和金融学双学位的学生，这使得他有幸得到了J·弗莱德·威斯顿教授的青睐，给这位金融经济学领域的权威当研究助理。"当时，威斯顿教授开着一门课，讲授中涉及到哈里·马克维茨的理论。我虽然没有授课任务，但由于教授很忙，常让我帮他备课。就这样，我接触到一点点马克维茨的研究，一下子就被吸引住了，感到兴趣盎然。从此后，我才把主要精力放在投资领域的研究上。我要强调的是，引我走进投资界的，是马克维茨关于收益-风险的分析框架。除此而外，都是闲话。"

这话倒也不尽然。马科维茨本人向我们讲述了他和夏普结识前后的一些细节，很值得一听。那时节，他和夏普都在兰德公司任职。该公司是二战刚结束时一家著名的智囊机构。兰德(RAND)这名字实际上是"Research and Development（研究与发展）"几

[1] F·司各特·菲茨杰拉德（F. Scott. Fitzgerald, 1894～1940）：美国小说家。他的小说生动地反映了20年代"美国梦"的破灭，展示了大萧条时期美国上层社会"荒原时代"的精神面貌。他在40岁以后几乎停止了创作，1940年，在44岁上因心脏病发作去世。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个词的缩写形式。在五六十年代，知识界许多重量级人物都曾跻身于该机构中。[1]

“我在 1952 年曾发表过一篇论文，题目是《投资组合之选择》。”马科维茨介绍说。这是一篇在投资领域具有开拓性的文章，它继承并进一步发展了作者自己先前在博士论文中的观点，提出了一种风险测度的方法，从而为投资过程提供指导。在此之前，人们进行投资时，一般只追求可能的最高回报率，并不考虑风险问题。10 年过去，夏普站了出来，强有力地把马科维茨创始的这个理论，推介给学术圈以外的人。“我这个人既唱不了阳春白雪，又当不成下里巴人。自己的理论不受赏识，便只好甘于寂寞，”马科维茨说，“不过，比尔[2]一来，局面全变了。”

在这个过程中，夏普表现出了不寻常的多方面的天才。夏普的旧时同僚、前斯坦福大学教授罗伯特·利森伯格，此公非但著作等身，现在也跳出学术界，在华尔街著名的高盛投资银行担任董事总经理。当时，搞金融学的学者、教授们的研究风格分为两派。新生代学者专注于经济理论，忽视实践；而较传统的一派则把眼光盯在市场和投资实务上，很少关注经济理论。“夏普与他们都不一样。他既精通理论，又十分注重实务，善于把理论与实践相结合。这才是金融这一行最令人着迷的地方，”利森伯格说，“他的成功并不是金融经济学家走出象牙塔、适应社会的过程，而是现实金融市场适应一种新理论的过程。”

贝塔的诞生

在威斯顿的提议下，夏普拜见了与他同在兰德公司任职的马科维茨，讨论他在 1952 年发表的那篇论文，以便为自己的博士论文做准备。初次见面，两人探讨了在投资组合理论方面共同感兴趣的问题，并就马科维茨在论文结论中提出的难题寻找解决方法。直接把 1952 年论文的结论带入实践是不可行的。一个投资者一般要研究数千只股票，细究它们两两之间的相关性，或协方差[3]。这意味着，有待分析的项目数以万计。即使在今天，这也是个令人生畏的任务，更别提当时了。50 年代末，计算机还处于原始时代，一台设备能占满一间屋子，而功能还赶不上今天

①自从 1956 年进入兰德公司以后，夏普迎来了事业上的丰收期。“在这里，每五天当中，你可以有一天的自由时间，想研究什么课题都行，”夏普回忆说，“而且，你还可以利用公司的资源。”他在一篇论文中，间接地提出了在洛杉矶地区征收机动车尾气污染税的建议。消息传到社会上，引起了很大反响。“当地报纸上写道，在这个一级保密机构当中，有那么几个疯疯癫癫的科学家，试图卷进我们的生活，干涉我们买汽油的权力。不过，我们认为，他们提出了一个非常好的主意。”（原注）

②比尔，威廉的昵称，指威廉·夏普。（译者注）

③协方差（covariance）：测量投资组合中一个投资项目相对于其他投资项目风险的统计量。从本质上讲，组合内各投资项目相互变化的方式影响着投资组合的整体方差，从而影响其风险。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一台 PC 机。马科维茨回忆道："我们谈到，需要设计一个协方差模型。此前，我曾在自己的书中提出过一种叫做'单因素模型'的设想。它的中心意思是，市场中各个因素之间都是相互关联的，因为它们都与市场本身相关联，或者与潜在的某个单一因素相关联。"

不妨直观一点，拿现实生活中的例子来打个比方。我们说一部车好开不好开，根据的只是自己心中的大致标准，而不必先拿这部车和路上跑的所有车子比个高低。同样，马科维茨和夏普也找到了一种直接评定股票风险性的途径，再不必把它和市场上所有的股票一一做比较了。

在二人讨论的基础上，夏普决定对单因素模型进行测试，探索一种计量市场风险的方法，作为自己博士论文的主题。"他成功地建起单因素模型，但并未急于发表自己的成果，"马科维茨说，"他还用 Fortran[1]编了个程序，让人们能够实际应用这种模型。此后，不少人在论文中都应用了单因素模型和比尔的程序，用来检测各种投资组合的收益与风险大小。"1963 年，《管理科学》杂志发表了夏普的重要发现。从此，投资界的气象焕然一新。长江后浪推前浪，随着时间的流逝，单因素模型早已被巴尔·罗森伯格提出的多因素模型所取代，但是，我们不能忘记早期开拓者们的身影。

单因素模型固然有用，但夏普还在酝酿着更大的贡献。不久，他在 1964 年 9 月号的《金融期刊》上发表了一篇题名为《资本资产价格：风险条件下的市场均衡理论》的论文。该文在以前成果的基础上，进一步发展出资产定价模型（CAPM），用来预测资产风险与期望收益之间的关系。这篇在两年前曾遭退稿的文章，此时一经刊出，即被公认为是一篇在投资理论史上的填补空白之作。

查尔斯·埃利斯和詹姆斯·沃丁主编过一本《投资经典文选》，其中便收录了夏普这篇文章的摘录。在前言中，两位编者对 CAPM 模型的重要价值给予了热情洋溢的评价：

"这是一篇里程碑式的文章。1952 年，哈里·马科维茨的《投资组合之选择》初次建构了系统性投资管理的理论框架。大

①Fortran：一种早期计算机语言。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约12年后，比尔·夏普为现代投资组合理论补足了至关重要的一个环节：他令人信服地解答了一个疑问，即，在投资者所面临的这个充满不确定性的环境里，证券的定价是怎样实现的。‘如果把风险因素计算在内，一只证券的现值与其未来价值之间有什么联系？’这是投资业界的一个老大难问题。在夏普之前，一直没有人能就这个问题给出明确的答案。自从有了资产定价模型（CAPM），无论是学术研究还是投资实务领域，都迈进了一个全新的境界。”

经济学家认为，当市场上所有的卖家和买家都对现状感到满意时，就会达到一个均衡状态。研究市场均衡状态下的投资组合选择，这看起来似乎有些乏味，但确实是个非常有创见的想法，它直接激发了研究者思想的火花，其结果就是CAPM的诞生。不过，夏普本人谈起这项成果时，却是一副轻描淡写的语气：“训练有素的经济学家都会想到，先假设每个人都采用极端优化的做法，再设想一下，这样形成的均衡状态意味着什么？这种问题属于微观经济学的研究范畴。我认为，这是显而易见的事。”在选股问题上，马科维茨为众股民开了个药方，而夏普则解释了这方子能治病的原因。

夏普那篇论文发表后，高层学术圈子里起了一点小小的纷争。因为在这以前，有好几个人都写出了类似主题的文章，并相互传阅。这些人当中，包括哈佛大学终身教授约翰·林特纳，还有杰克·特雷纳，他也是哈佛出身，时任亚瑟迪雷特公司（Arthur D. Little & Co.）的投资管理咨询师。“约翰·林特纳读了我的论文后，我们两人之间的关系就有一丝紧张了，”夏普说，“约翰心里有点难受。我还记得，有一次我到纽约参加一个经济学会议，他特意坐飞机从哈佛赶来，和我谈话，要我在《金融分析家》杂志上发表一个声明，说自己做了不该做的事。而实际上，并不是这样。他有些以势压人的意思。毕竟，当时我只是华盛顿大学的区区助教而已，还没有获得终身职位，而他却是哈佛的终身教授。所以，情形一时有些尴尬。好在这一切很快就过去了。”

事情很快就水落石出了，结果对夏普比较有利。因为他的论文发表在先，况且，他两年前已经投过一回稿，遭退稿后再投，最终由于《财务期刊》杂志编辑部改组，这篇文章才有了出头之日（顺便说一句，新上任的编辑就是前面提到过的杰克·特雷纳）。夏普虽然证明了自己的清白，口气却仍然很谦逊。按他的说法，财经理论已经发展到了瓜熟蒂落的时候，自己不过是赶上了好时机。“我不能自以为是，觉得如果没有我，这个世界就会大大不同，”夏普说，“我只是比别人提前一点，在方法上稍强一些。若没有我，别人也会以某种方式发现同样的道理，谁知道呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生不逢时

按理说，既然有了 CAMP，原来那种随心所欲、不计风险的选股方式就该无疾而终了。但是，天不由人，CAMP 诞生之时，正赶上 60 年代中期“概念股”大行其道的时候。那些股票大多凭着玫瑰色的获利前景而激发起投资者的购买欲，从而变得炙手可热。彼得·伯恩斯坦在《资本的观念：现代华尔街令人难以置信的起源》一书中这样写道：“具有讽刺性的是，在众人都在狂热追风的局面下，夏普却在劝人家，最佳的投资策略是尽可能分散地买进，并长期持股。”

大盘病态地执着于高风险股群，而夏普的分析模式却在警告投资者，风险这只猛虎眼看就要出笼了。两种声音之间形成了巨大的反差。与此同时，市场上风头正劲的却是精品零售商、牛仔靴生产商、推行学生营销方案的公司，以及类似的股票。投资者的热情推动着道·琼斯工业股价平均指数不断上涨，到 1966 年 1 月间，道·琼斯指数首次于日间交易中突破 1000 点大关。[1]

当这一回合的“大牛市”到达顶峰之际，整个股市已形成了几大热门投资管理人独步天下的局面。“叫弗莱德的太多啦！”著名投资管理人大卫·L·巴布森开玩笑地说。此公早在 50 年代初就向投资大众推荐道氏化工（DOW Chemical）、伊斯特曼-柯达、IBM 等成长股，以生就一双慧眼而闻名遐迩。他所说的那些“弗莱德”，包括弗莱德·阿尔戈、弗莱德·梅茨和弗莱德·卡尔，这三位都是当时乘着牛市东风迅速蹿红的投资管理人。等到 1968 年股市暴跌之后，他们也随之销声匿迹了。彼得·伯恩斯坦在《资本的观念：现代华尔街令人难以置信的起源》一书中写道：“在 60 年代中期，投资大众对于职业投资管理人的能力充满信心，几乎到了英雄崇拜的边缘。那些业绩优异的投资管理人，一时间名声显赫，大有直追披头士乐队和纽约喷射机队的著名四分卫乔·纳马斯之势。当时在投资业界如日中天的约翰·哈特韦尔这样说过：‘一个根本的事实在于，假如我们把大盘表现看做人为组织的结果，那么，组织者必定得具备特别出色的协调力才能做到这么完满。’”

①《道·琼斯平均指数 1885 ~ 1990》，菲利斯·皮尔斯编辑（伊利诺伊州霍姆伍德市：Business One Irwin，1991）直到 1972 年 11 月，道·琼斯工业平均指数才再次以突破 1000 点报收；随后又一泻千里，跌至 631.16 点；此后起起伏伏，直到 1982 年 10 月才稳定在 1000 点以上。如果一个投资者在 1966 年 1 月大盘最高点被套牢，就不得不苦等 16 年，才能获取一定的收益。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大盘涨风劲吹，并不理会夏普的理论，哪怕他的论据再有力，再怎么鼓吹风险是有意义的、可测度的，终归还是没有用。夏普默默无闻地等待着，落在华尔街的视线之外。他的资本资产定价模型虽已出台，却无人理会。“我苦守在西雅图这片偏远之地，整天盼着电话铃响起来，或者是有人上门拜访。然而什么也没发生，没有，根本没有。”夏普回忆道。

“可是我没有意识到，那时信息的传播是很慢的。人们拿到一本刊物，可能要放上一年半载之后才读；而读过之后，还得消化一段时间。现在就不同了，新思维的传播和验证速度都比以前快多了。新事物一出笼，倡导者就会走遍全国，到各地大学进行宣传推广。我那时却苦等了好几年，心想：‘该死，我这辈子再也搞不出比这更好的东西了，竟然没人赏识！’我确实很失望。谁知又过了一阵子，竟有人逐渐认识到了它的价值。慢慢地，人们开始了解我的理论，并且对它进行评论、传播和检验。”

日子久了，批评之声渐多，这正是夏普所欢迎的。“当人们开始攻讦什么，那就意味着它已经有了影响。”他说，“你知道，当你去参加一个学术会议，会上有人不屑地提起什么‘传统投资理论’，从他的语气中，你能听出他指的正是你的理论。你心里明白，自己的东西开始登堂入室了。”

等到概念股神话破灭，一切尘埃落定之时，投资者们方从迷梦中惊醒，开始认识到 CAPM 的实用性，尤其是“贝塔值”的好处。这个系数不但能测度大盘的风险，还能测算个股的风险值。此外，还有一个“收益-变化性”比率，表现的是收益每一增加单位，相应增加的风险大小——如果用它衡量一下前段时期大红大紫的“概念股”，恐怕其中绝大多数都过不了关。不久，这个“收益-变化性”比率就改了名，成了闻名于世的“夏普比率”。

贝塔的秘密

贝塔，这是夏普用于早期运算中的系数，它表现的是一只股票或一个投资组合对大盘总体变化的预期反应幅度。其实，这个概念离人们的日常经验并不算太远。比方说，你正走在一条熙熙攘攘的大街上。你的速度可能比别人快，也可能比别人慢，这取决于你长着多长的腿、你的体态是胖是瘦。对吧？但是，如果人特别挤，你的步伐快慢就大致得看整个儿人群移动的速度了。当所有的人都在闲逛，边走边看风景时，你也不可能来个全速冲刺。相反，要是赶在上、下班时间来到火车站附近，即便你再有闲心也慢不下来。不然，非得叫行色匆匆的人流撞得趔趔趄趄不可！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用 CAPM 的说法，你的步子也有个“贝塔值”。假如你的贝塔值低，就意味着你不会轻易随外界影响而改变。周围的人群忽快忽慢，而你的步子总是一个频率。相反，假如你的贝塔值高，你就是一个对外界反应敏感的人，甚至于过度敏感。旁边的人加速时，你可能会高速启动；而旁边的人慢下来，你又比任何人都慢吞吞的。

股市上有时会出现一些情况，影响到特定的个股。但个股对此的反应有快有慢，其敏感程度大致取决于它所在股群的情况。我们用贝塔系数来判定股票的敏感度，依此将股市中的各种股票划分成不同的股群。贝塔值低的股票对市场的变化反应不那么敏感，按夏普的说法，是“防御型的”。“例如公用事业股，大盘行情看跌的时候，这种股票也不会跌得太多。贝塔值高的股票，比如民航业的股票吧，它们对经济形势的反应就极为敏感，当经济前景出现转折趋势的时候，它们就会随着大涨大跌。”

虽然股市行情有起有伏，但综合起来看，整个股市的贝塔值永远等于 1。每只股票都有自己的贝塔值。一个投资组合内所有股票贝塔值的和，就是整个儿投资组合的贝塔值。“假设一只公用事业股或公用事业基金的贝塔值是 0.8，那就是说，如果大盘跌幅达到 10%，它的跌幅会在 8%左右，”人称“贝塔之父”的夏普解释说，“而当大盘涨幅达到 10%的时候，这只股票的涨幅也差不多只有 8%。当然，并非每次都这样，但平均起来看就是这个结果。现在你知道了，贝塔是一种量度系数，它测度的不是风险总值，而是对市场反应的敏感度带来的风险大小。”

风险的合二为一

任何一家公司的股票，都面临着两个方面的风险：（1）对市场反应的敏感度带来的风险；（2）该公司自身面临的、及其所属行业面临的风险。通过分散投资的手段，投资者可以减少或消除上市公司自身所面临的风险。比如，只投资于一家制药公司，你要考虑到，它的业绩也许不及同行业的其它公司。为消除这种风险，投资者可以同时买入许多家制药公司的股票，让它们的风险彼此制衡。如果买入所有的制药业股票，那么你至少可以确定，自己的获利将与整个制药业板块的大盘表现持平。但是，这种手段并不足以消除前面说到的第一种风险。任何一个投资者，当他把钱投进股市的时候，都必须面对这种风险。CAPM 将分散投资无法抵消的那部分风险表示出来，因为，投资者之所以甘冒这部分风险，是期望最终能有所报偿的。

CAPM 把高贝塔值、高敏感度的股群与低贝塔值、稳定性较强的股群区分开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，使投资者在组建投资组合时，能够避免无谓的高风险系数，或能够通过分散投资来抵消一部分风险。在各种公开资料来源中，很容易查找到这方面的资料。例如价值线投资研究公司（Value Line）的报告，提供上市个股的贝塔系数；而晨星公司则提供各种共同基金的贝塔系数。要记住，只要整体投资组合的综合贝塔系数合适，那么其中个股的贝塔值高或低就无关大局，也无所谓哪个是好、哪个是坏。

在投资组合的风险管理方面，夏普比率又提供了进一步的帮助。"这种量度不仅能估算你的业绩，还能表示你的风险大小，"夏普说。"假设有这样两只基金，第一只的收益率是 18%，而且月月都是涨势，收益非常平稳；另一只则不同，有时一个月赚很多，而下一个月又可能赔很多——这样涨涨跌跌，最后计算下来，收益率刚好超出 18%。现在由你选择，来年你会投资于哪只基金？还是平稳上涨的那一只比较好。因为，一直保持稳步上升的势头，这可能说明其内容在某些方面确有价值，它的涨价并不是仅凭运气。"无论是一只股票还是一个投资组合，它的夏普比率低，就意味着每单位风险带来的回报较低。而夏普比率较高，代表的意义就相反：即，每单位风险带来的回报较高。夏普指出，这个比率较高的股票或投资组合，一般是进行积极型投资管理的基金所偏爱的。

1969 年，夏普辞去了他在华盛顿大学的教职，来到加利福尼亚大学尔湾分校，协助他们筹建一所实验性的社会科学学院。这个实验不久便无疾而终。于是，夏普应邀来到斯坦福大学任教。正巧，斯坦福大学的所在地离富国银行（Wells Fargo Bank）不远——该行是全美四大银行之一，真正将夏普的理论应用于银行业的先驱，就是这个银行充满活力的领导班子。当时，富国银行正试图在获利丰厚的投资管理业站稳脚跟。它采取了与众多竞争者相反的策略：别人是采用积极型投资管理，经营大规模的投资组合；富国却要利用积极型管理者的失误，稳获与大盘平均表现相当的回报。

富国银行名下原本有几只基金，托付在积极型投资管理人手上经营。为免生冲突，富国银行于 1963 年启动了一个秘密项目，交由"管理科学部"负责。该部负责人约翰·A·麦克考是位特立独行的银行家，大家都叫他"迈克"。"我们花着富国的钱，满腔热忱地进行着新探索。"管理科学部的早期成员、曾在斯坦福大学获得过 IBM 学位的韦恩·瓦格纳说。在麦克考的邀请下，众多财经界名人云集富国银行，为新计划出谋献策。这些人当中，包括许多星光耀眼的名字：费舍尔·布莱克，犹金·法马、米歇尔·詹森、罗伯特·利森伯格，等等。其中，还有两位未来的诺贝尔奖得主：米隆·舒尔茨和罗伯特·墨顿，他们两位分享了 1997

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的诺贝尔经济学大奖。这批人在验证指数基金的优越性方面，做了许多非常有益的工作，并为指数基金真正走进实践提供了技术引导。

他们为寻找"符合比尔·夏普思想的投资管理办法"而花费了大量时间和金钱。按罗伯特·利森伯格的说法，从夏普的学术思想到指数化方法，中间只隔着一小步。"如果你相信资本资产定价模型，你必定对指数化方法深信不疑。"利森伯格说，"试图战胜市场的人，玩的是'零和游戏'①。在股市上，如果你占不到职业选股能手的上风，那么你入市不过是白白损失交易费而已。这个观点与比尔的论述相吻合，两者都表明，按平均值来讲，采用积极型管理的共同基金并不比被动型管理的投资组合业绩好。一旦认识到交易成本因素的影响，我们便自然会倾向于指数基金这个结论。"

①零和游戏：博弈学术语。在这样一种游戏当中，一方所得必定意味着另一方的等量损失。（译者注）

众矢之的

尽管逻辑上如此严密，新观念的推行面对来自积极型投资管理人的发自内心的对抗，还是要经过艰苦的斗争。他们竟然指责说：从观念上讲，指数基金是"不爱国"的。尽管他们自己的投资回报很少超过大盘平均表现，却对"平均表现"这种提法极尽轻蔑。他们质问道，有谁会去找"水平一般"的外科大夫为自己开刀？又有谁会去请"水平一般"的律师来为自己辩护呢？

"这绝非一般的被动抵制，而是一种空前的憎恨，是极为情绪化的高爆炸药。这一点连守旧派自己也承认。"威廉·福斯说道。威廉是70年代末加入富国银行的，他的使命就是向银行内守旧派投资管理人灌输 CAPM 理念。当时，有一家面向财经服务业的管理咨询公司，名叫卢梭德集团（Leuthold Group），他们创作了一幅招贴画，讽刺那些积极型管理人对指数基金的深仇大恨：画面上的山姆大叔，口称："大家齐上阵，灭掉指数基金！指数基金不是美国货！"

"在富国银行总裁和董事会的支持下，我像颗种子一样，牢牢扎根在那帮守旧派投资管理人当中。"福斯说。他曾在梅隆(Mellon) 银行工作过一段时间，后来，由于银行方面拒绝推行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金，他愤而去职（几年后，福斯重回梅隆银行，成为该行旗下“梅隆资本管理公司”的创始人和董事长）。在富国银行，情况则好得多，福斯的宣传工作一开始就比较顺利。而且，当福斯到来时，第一只指数基金已经在麦克考的管理科学部领导下处于运作中了。

夏普的计算对于指数化理论的构建是至关重要的。但是，指数基金出现在现实当中，还要归功于许多其他因素。“指数化方法源于学术界对市场和投资管理的深刻见解，是这套见解自然生发出的结果。”说这话的迪恩·李巴伦，是贝特马奇(Batterymarch)金融管理公司的创始人之一、前董事长。该公司差不多与富国银行同时开始宣传指数化方法。

万事开头难。在指数化方法走进现实的过程中，第一个吃螃蟹的人是一位刚刚毕业于芝加哥大学研究生院商学系的年轻人基思·施韦德。这里首先要提一提他的母校。这是一座金融界革命思想的温床，是诺贝尔经济学大奖得主的摇篮。从这里走出了8位诺贝尔奖得主，包括保罗·萨缪尔森（1970年获奖）、墨顿·米勒（1990年与夏普和马科维茨一同获奖），还有罗纳德·科斯（1991年获奖）。就是在这样的学术环境中，年轻的基思·施韦德获得了满脑子的关于投资风险方面的新思维。他在1970年获得学位后返回故乡，加入了自己家族的企业，一个叫做“新秀丽”（Samsonite Co.）的箱包制造公司。当时，公司的养老金基金由几位积极型投资管理人经营着。施韦德对它的运作状况略作考察后，痛感到有采取措施、彻底改造的必要。他与富国银行麦克考领导的小组取得了联系，结果是到了1971年1月，新秀丽公司向历史上的第一只指数基金投入了600万美元资金。

发展之路

新秀丽基金已经成立并投入运营。然而，指数投资理念的广泛普及还有很长的路要走。第二个投资于指数基金的公司，是伊利诺伊州的贝尔电话公司。它的这一举措，影响力比新秀丽大多了。其实，发生在该公司的变革应间接地归功于它的母公司——美国电报电话公司（AT&T）。正是由于AT&T早些时候对其投资事务的反省与思考，才有了伊利诺伊贝尔的新局面。“贝尔公司的加入，对指数化方法的推广起到了至关重要的作用。因为他们事前做了充分的调研工作，从AT&T下属所有公司雇用的所有投资管理人那里，收集了大量的数据。”福斯评论道。数据表明，AT&T 花大价钱雇用的几十位积极型投资管理人，其总体上的工作绩效仅仅相当于大盘的平均表现。为纠正这种局面，AT&T 出资在全国各地举办了一系列研讨会，向公司的养老金管理人员介绍被动型投资法。举办这类研讨会的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



还有其他两家热心于指数投资的公司，一家是波士顿的贝特马琪(Batterymarch)金融管理公司，另一家是芝加哥的美洲国民银行(American National Bank)。

伊利诺伊贝尔公司与富国银行签了约，投资建立指数基金。接下来要解决的是经营战略问题。早些时候，在新秀丽的案例中，基金跟踪的是纽约证交所全部 1 500 种上市股票的指数；而贝尔公司则不同，他们是历史上首家基于标准普尔 500 指数的基金，而标准普尔 500 后来也成了所有指数基金所参照的基准。对于一家在国内外举足轻重的大公司来讲，采用一种创新的投资战略，需要具备超凡的信心和勇气。关于这一点，李巴伦高度评价了贝尔电话公司的前经理汤姆·欧文斯，是他把指数投资法推向舞台中央，令其他机构投资者不得不正视它的存在。

不过，伊利诺伊贝尔公司在签约之前提出了一个条件：要富国银行把它自己的养老金基金也改成指数基金。银行方面同意了，但是，还存在一个资金方面的问题：当时，把标准普尔 500 所有成分股都买入 1 000 股，总共需要 2 500 万美元；而银行方面资金不足，还有 1 000 万美元的缺口。作为应对，富国银行策划了一个"样本战略"：在每个行业板块中，买入一定数量的、能代表其平均业绩的股票，计入一定的追踪误差[①]。等到资金凑足 2 500 万时，富国银行便改弦易辙，再对标准普尔 500 所有成分股按比例进行全数采样。

随着时间的流逝，指数化的呼声越来越强烈了。"投资管理这个行业一向建筑在一个简单而基本的信念之上：即，职业投资管理人能够击败市场。而今看来，这个假设是错误的。"1975 年 7 月，格林威治公司总裁查尔斯·D·埃利斯在一篇文章中这样写道。格林威治公司是一家金融顾问机构，专门跟踪调查机构投资管理人的经营业绩。在同一月份，《财富》杂志助理编辑 A·F·埃尔巴也发表了一篇文章，题为《某些共同基金确实不错》，文中着力抨击了积极管理型基金的老毛病：管理费过高，管理人的业绩甚至不足以抵消成本。

在读到这一期《财富》杂志的人当中，有一个名叫约翰·C·博格尔的，他是先锋集团（Vanguard Group）的创始人、总裁，

①追踪误差：一个特定的投资组合的表现同其参照指数的表现之间的差额。在进行指数投资时，如果对参照指数的所有成分股进行全数采样，操作上比较麻烦，所需资金额也大；权宜之计是如文中所讲，采取"样本战略"，只买进有代表性的股票。但因为这种方法并不能完全符合被参照指数的变动，这就产生了误差，即追踪误差。而一旦误差过大，投资便有较大风险。所以，一般而言，所挑选的股票组合，原则上以能紧密跟随大盘起伏者为佳。(译者注)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个精力充沛、斗志昂扬的人。当时，博格尔正在考虑怎样为他刚刚起步的公司寻找适当的定位。他的想法是，要为个人投资者建立一种低交易费的投资途径。然而，当他与前雇主分道扬镳时，双方已明确约定，博格尔今后不得从事传统意义上的投资管理或投资分配业务。“当时，我们都在挖空心思地想，今后何去何从？”博格尔回忆道，“我看了很多介绍指数基金的材料，于是我说：‘咱们不如搞个指数基金吧？’事实证明，我们的路走对了，恰好顺应了时势发展的潮流，也符合我过去的设想。”是啊，还有什么比指数基金更符合博格尔关于低成本投资管理的设想呢？当时，一般投资管理人收取的管理费率接近投资资产的2%，而博格尔对自己公司的董事会成员说，先锋基金只收取0.5%的管理费，就能够实现盈利。

投资界是个新想法层出不穷的地方，但它们当中的大多数都如昙花一现，很快就消失了。博格尔向董事会成员们保证，指数化方法绝不会走这条路。他指出：“指数化方法的理论基础是稳固的；很清楚：背负着高成本的重担，任何人都不可能战胜市场指数。”然而，董事会对他的说法将信将疑。原因有两个：第一，靠这种无为而治的方法究竟能不能战胜那些聪明、机智、技能熟练的投资组合管理人，他们心里没有把握。第二，他们担心，博格尔此举只不过是想要规避那个不准他涉足基金管理的约定而已。然而，在詹姆斯·S·赖普和詹·M·托瓦多夫斯基的协助下，博格尔最终赢得了董事会的支持。1975年12月31日，先锋集团发布了成立首只指数基金的信托声明书。在声明书中，博格尔写道：“（成立指数基金）是先锋集团的头一个重大决定。此前，作为一家新成立的小公司，我们向股东宣告的无非是股息分配这等事宜。大体说来，此乃我公司发展的机遇。”

然而，出乎意料的是，新建立的指数基金运作了几年，其绩效却并不像人们期待的那么好。“起初的三四年间，先锋基金的业绩简直糟透了，我感到非常吃惊，”博格尔坦白地说。1977年是最差的一年，在采用积极管理的股票类共同基金当中，只有15%效益赶不上先锋基金。不过，其他所有的基金倒是落在了先锋的后头。博格尔并不气馁。1976年7月，《财富》杂志又发表了A·F·埃尔巴的新作：《指数基金的时代已经到来》。这篇文章不失时机地为博格尔鼓足了勇气。文章充满信心地向积极型投资管理的堡垒发动了新一轮的进攻：“迄今为止，指数基金在专业投资领域还仅占据着一席之地；传统的投资管理人还不会很快失去市场。然而另一方面，指数投资在逻辑上却是令人不得不信服的；很难否认，在未来的某个时候，这种逻辑必将颠覆整个投资管理行业的现状。”

进入80年代，指数基金显现出不凡的业绩。证券市场上的全部基金有半数以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上都被它甩在后面。然而，以 1981 年和 1982 年为开端，出现了一个长期的大牛市，人们对指数基金的热切期望再次被兜头浇了一盆冷水：当时，股市表现出极大的投机性，有超过 38%的积极型投资管理人战胜了大盘，同时把先锋基金甩在了身后。那么，归结起来，我们是不是可以说：只有在牛市中，指数基金才能证明自己的优势呢？请别忘了，学术界研发指数基金理论的时期，正值 20 世纪五六十年代，其间股票市场既有涨潮，也有落潮，学者们在那个阶段所采集的数据，同样证明了指数基金的优越性。

在博格尔看来，这一切只不过是股市的钟摆向中心晃动的结果。"行情隔一段时间便会回落，这是证券业的特点。"博格尔说，"我们现在正处在这样一个时期。只不过，经过前两三年的大好形势，人们还不情愿承认这一点。"然而，与此同时，积极型投资的管理费已涨到了破纪录的天价，这给积极管理型基金增添了莫大的负担，也相应突出了指数基金的优势。

先锋基金的起步虽说缓慢，但也不无好处。起码它不太显眼，没有人把它视为竞争对手。在将近十年的时间里，先锋基金一直默默地壮大着自己的实力。时至今日，指数基金的数目已经有了极大的增加，但是仍有许多投资者还抱着老观念，认为积极型投资管理人能提供高额收益。到 1997 年前半年为止，指数基金在所有的证券业共同基金资产中占的比重还不到 7%；尽管如此，与 1991 年比起来，它所管理的资产已经翻了一番。自成立以来，经过 21 年的苦心经营，先锋基金的旗舰"指数信托"，已经成为全美第二大共同基金，只略逊于富达（Fidelity）公司旗下的积极型管理基金"麦哲伦基金"，但差距也越来越小了。

明枪暗箭

指数基金的发展壮大并不足以堵住批评者的嘴，仍有不少人对效率市场理论和夏普的资本资产定价模型说三道四。他们质问道：如今的证券市场上，高风险的小盘股表现常会超出大盘股，每年一月份买进的股票表现总是比预期更好，而且，低本益比的价值股时常创出不寻常的高回报——这样一个市场，你能说它是效率市场吗？不妨再想一想，自从中世纪以来，人类经历过多少次非理性的投资风潮？所有这一切都表明，有史以来，效率市场理论所假设的价格"正确性"从未存在过。这就给机敏的投资者提供了发财的机会。

"效率市场理论已到了垂死挣扎的境地，"1994 年，投资咨询家大卫·德里曼在《福布斯》杂志上宣称。他认为，低效率市场的证据在现实中多得车载斗量，已经把效率市场理论逼入了绝境。"我认为，市场不是有效率的，将来也绝不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变得有效率，"德里曼说，"我反对效率市场理论的一大理由是：那些理论家能在堆积如山的数据当中找到平衡，这是因为他们有足够的分析能力和手段，而普通人就大不一样了。打个比方说，我们千百万人都会下棋，但世界上只有一个卡斯帕罗夫，能赶上卡尔波夫的也是凤毛麟角。大多数人的智力水平只能归于平庸一类。所以说，即使能够拥有信息，能达到同样效率水平的人恐怕也没有几个。"

持怀疑论者不只是德里曼。"效率市场假说被当成救世福音一样宣传，但它明显是错误的。"来自哈佛大学的精神病学专家约翰·肖特说。他曾主持过一个研究项目，研究目标就是有碍于理性投资的心理因素。假如投资者都是非理性的，投资市场怎么会是理性的？在 1993 年冬季的《投资期刊》杂志上，发表了一篇题为《现代金融的末日？》的文章，作者乔治·M·法兰克福特来自路易斯安那州立大学金融服务专业，获劳埃德·F·科利特捐赠的教授席位。这篇文章对 CAPM 理论进行了无情的抨击——作为学术探讨来讲，语气实在有些过分。法兰克福特写道，CAPM 理论一落地就是个死婴，毫无生命力。作者还暗示说，正是由于该理论的恶劣影响，才造成金融界万马齐喑、缺乏知性追求的局面："许多相关研究表明，投资市场存在着所谓'星期一现象'、'月底现象'、'年终现象'、'小公司现象'，等等。在理论上，这些现象本身就是突破 CAPM 堡垒的缺口。它们的存在，证明了市场的运作并不是按照 CAPM 的逻辑进行的。假如 CAPM 的说法成立，以上种种'现象'就根本不会出现。"

夏普对此的回答是：那些批评家并没有看到 CAPM 的发展。"攻击它最初的版本是很容易的，因为那是最简单的版本，"夏普说，"我们的研究早已超出了原先的水平。现在，这个模型的内容已经更贴近现实了。不过，它的基本理念始终风雨不动，任凭那些只依据经验说话的批评家怎样扰嚷，说他们在某些市场上'找不到足够的事实证据'，等等。"CAPM 并不是用来排除反常现象的。按照夏普的说法，投资者不可能不冒风险，收益的代价就是风险；但冒险不宜超过适当的范围。一般地说，当整个市场表现不佳时，你的投资收益也相应下滑，这是自然的。超出这个范围，就属于冒险过度了。有时候，投资者甘心越轨，也能在一段时期内得到超值回报。不过归根结底，过多的风险必然会使你的收益缩水。夏普总结道："这是经济运行的常理。假如不是这样，人们在生活中为什么总要为冒险的事投保呢？这是基本的、任何人都难以驳倒的道理。与我撰写第一篇论文的时候比起来，现今人们对它已经有了更广泛的认同。"

其他持反对意见的人并未提出明确的指责。他们对指数化理论不以为然，只是因为他们确实击败了市场。"那听起来不是个聪明的办法，"福斯特·佛莱斯说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他经营的白兰地基金在股市上取得了令人炫目的成功，"你买进一只股票，却不知道为什么要买，听上去不是有点笨吗？"

彼得·林奇曾引导着富达旗下的麦哲伦基金登上了全美第一的宝座，他也是个效率市场理论的反对者。巧合的是，在他投资生涯的早期，市场的低效率是明眼人一望便知的。他在 1989 年写的回忆录《在华尔街的崛起》中说："我还觉得，很难把效率市场假说（即，股市中一切消息都是'已知'的，所有股价都是'理性'的）与随机波动假说（即，股市的起伏是非理性的，完全不可预测）调和起来。""不合规律的涨跌我见得太多，以至于我对'理性'的说法难免心存疑惑；再者，富达基金采用积极型管理，我们的伟大成功也是人所共知的。"

然而，夏普的解释是：按照概率学原理，这种特例的出现是完全可能的。从一方面看，在所有积极型管理人当中，总有一些脱颖而出者能够击败市场。但另一方面，从业绩的预期分布情况来分析，结果却有利于指数基金。"当然，我从未说过，那些积极型投资管理人不够精明，"夏普说，"我要说的是一个关于概率的道理。不妨叫上 50 个人，来做个抛硬币的实验。我要问你：'让你抛 13 次，其中 11 次都正面朝上的机会有多大？'你会说：'那简直不可能。几率太小了。'确实如此。但是，如果让 50 个人同时抛 13 次，你会发现，其中就可能有一个人抛出了 9 或 10 次正面朝上的，若是运气好，甚至能抛出 11 次呢。"

应当承认，投资中存在着一定的技术因素。但是，技术高强的投资管理人在第一年击败了市场，往后的年头仍未免经常落在后头。所以说，他们的业绩多大程度上是运气使然，的确是很难讲的。"与大多数同行们相比，有的投资管理人几乎没什么技术，却照样儿能够取胜。或者可以说，干这一行的，个个都'精于技巧'。"

最近一段时间以来，对指数基金的批评大多围绕着一个主题：有几只规模特大的蓝筹股（主要指通用电气和可口可乐），它们已经发展得异常庞大，以至于指数基金的投资组合在很大程度上只反映着它们的业绩，而做不到充分的投资分散。对于这种指责，夏普只是置之一笑："如果你把上面两种股票各分成 6 份，你就会感觉好些——瞧，现在你的资金分散在 12 只股票上了。但关键在于，股市的这种局面是由经济形势决定的。如果一家公司确实在经济全局中占有很重要的地位，自然而然地，它的股票在股市上的影响力就大。"

批评的声音虽多，但说到底，是非自有公论。彼得·L·伯恩斯坦就指出，虽说夏普的理论有待于进一步完善和调整，但他对经济学的贡献是不可忽视的。"……CAPM 综合了多种理论上的创新点；在投资理论、市场行为理论、个人及公有企业资本配置过程中，它始终起着基础作用。此外，它在商业和金融业中也得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了广泛的应用，其实用性与理论性相映生辉，甚至有压过学术意义的势头。”[1]

作为斯坦福大学工商管理研究生院 STANCO 捐赠教席的经济学教授，夏普把来自方方面面的攻击当做职业生涯中难免的不愉快。他依然我行我素，灵思泉涌，不断开发出令人耳目一新的观念。他在斯坦福大学的同事、获 Gianinni 捐赠教席的经济学教授詹姆斯·冯·霍恩评价说：“比尔的头脑出奇的灵活。他的思维是跳跃性的，从不固守在一处，就像荷叶上的一颗水珠，滴溜溜地转个不停。”

如果你喜欢网上冲浪，说不定哪一天就会不经意地打开了夏普的个人网站[2]。你会发现，这位诺贝尔奖得主的主页，在风格上非常平易近人。你能轻易找到他的主要论文、他以前和现在所教课程的概要，还有他正在撰写的一篇很长的书稿（是关于投资方面的）。夏普还专门开辟了一块地方，回答网友们关于投资方面的问题。他说：“我欢迎大家给我来信。而人们确实是这样做的，我收到的信来自全世界，哪里来的都有。”一个人从澳大利亚发来邮件，向夏普请教说，自己手里有 1000 美元，应当投在股市上呢，还是去炒黄金或石油？“我一般不在网上提供具体的投资咨询，但我会发个回信给他，告诉他，也许他愿意把这 1000 美元投资于某个分散化的证券类共同基金上，这比炒黄金或炒石油要强。我无法回复所有的邮件，但会尽我所能。电子邮件是一种极其简便经济的联络方式。世界各地的人们读了我写的东西，还能通过这种方式与我交流，反馈信息给我，这真是太好了。”

谨慎从事

如果听从夏普的建议，你会牢记他最重要的三条投资准则：分散、分散、分散。提到人们在投资时常犯的错误，夏普指出：“头一条就是，赌注下得太集中。”第二条，作为个人投资者，付给经纪人、投资管理人和财务策划人的佣金和交易费太多。“并不是不该在这方面花钱。但问题是，钱花起来像流水，一下子就超过了应有的限度。不必要的费用会很快吞掉你的赚头。”

第三，畏首畏尾，不敢冒险。谨慎是一方面，但过于谨慎，

①彼得·L·伯恩斯坦：《资本的观念：现代华尔街令人难以置信的起源》（纽约：自由出版社，1992），P201。（原注）

②夏普的主页是：www.sharpe.com（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



将来的获利机会就小了。冒多大的风险合适，这由投资者自己决定。夏普的建议是，在投资的起步阶段，要花上一定时间进行资产配置：买多少股票、多少债券？买价值股还是成长股？或是买一些海外股？“这是第一等重要的事情。”挑选共同基金时，不要一看某家基金的收益率数字高就匆忙买进。“先得了解一下它从事的是什么业务，”夏普提醒人们，“它所管理的是成长型基金呢，还是欧洲股票，或是债券？第二，我会考察一下它的费用比率；第三，要看看它的历史业绩数据。”

向谁投资这一点解决后，你不妨放松一下，关心一下其他方面的问题。“应当按照自身的实际情况，确定你应承担的风险和相应的收益。考虑一下，你自己对风险的承受力有多大？这一点也定下来之后，你就尽可放手，别去管它了。别一听见什么风吹草动就给你的经纪人或共同基金管理人打电话，指挥他‘买进什么、再卖出什么’。你若轻举妄动，只会徒然增加交易成本；再说，你的决定还非常可能是错的。所以，不如就放在那里，别去管它。”

夏普的妻子是一位卓有成就的画家。夫妻俩共同经营着他那份庞大的咨询业务。在 1990 年交给诺贝尔基金会的自传中，夏普简洁地描述了他们的业余生活：“我们喜欢航海、听歌剧，是斯坦福橄榄球队和篮球队的球迷。当天气晴朗、音乐美妙、或者对方球队落败之时，就是我们最开心的时候。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 新兴市场 挑战最前沿

1997 年 8 月，来自亚洲的经济新闻传来可怕的消息。刚刚起步的泰国股市遭受沉重打击，泰国的货币泰铢大幅贬值。世界货币基金组织紧急拨款 170 亿美元救市，仍未必能够挽救泰国严重失衡的银行系统。泰国央行总裁猜耶瓦（Chaiyawat Wibulswasdi）哀叹道："现在要考虑的不是经济政策问题，而是能不能挺到明天的问题。"

形势岌岌可危，投资者们生怕殃及自身，纷纷作鸟兽散。然而，沧海横流方显英雄本色，此时此刻，有一个人非但不逃走，反倒逆风而动，向泰国股市大胆出击。他就是支配着 130 亿资产的邓普顿新兴市场基金总裁 J·马克·墨比尔斯。"我们之所以进入，就是因为泰国股市在实质性地走低，"墨比尔斯说，"我们喜欢熊市。这是个有趣的心理现象：每当股市强劲看涨时，我心里就不舒服，情绪也不好，因为很难买到便宜货了。等到股市下挫时，我却感到快活多了。"他的态度是，越乱越好。"每当我们听到经济衰退、天灾人祸，或是革命爆发的消息，我们就知道，发财的机会到了。"

欢迎来到俄罗斯、中国、印度、泰国、特立尼达、厄瓜多尔、马来西亚、巴西、博茨瓦纳、尼日利亚，以及其他数十个国家，那里的经济产值，甚至还赶不上伊利诺伊一个州。这就是我们所说的世界新兴市场。尽管投资管理费高得出奇，股市表现反复无常，还有高流动性风险——这些都可能严重地削减或推迟资本的回收，但是这里仍然是越来越多的投资先驱者的乐园。他们追随着墨比尔斯的足迹，在世界各地寻找着高额回报的机会。

"马克·墨比尔斯是带头在这些国家投资的基金管理人之一。他像个冲锋在前的勇士，突破当地官僚政治的重重迷阵，为后来者趟出了一条通畅的道路。毫无疑问，他们真的跟上来了。"这是《理财》杂志 1997 年 7 月号上的原话。这家杂志对全球最有影响力的 30 位投资管理人进行了排位，其中，马克·墨比尔斯位居第八。据《晨星》杂志的国际版编辑特里西亚·罗斯切尔德说，该社时常会接到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其他基金管理人的电话，打听墨尔比斯有什么新动向。

"踢轮胎"

一年当中的大部分时间，墨比尔斯都在做着一件事，就是"踢轮胎"。这就好比进了旧车市场，你要踢踢那些汽车的轮胎，看看它的质量如何。进行投资，也要求你事先实地调查。墨比尔斯在这方面的认真程度是出了名的。他说："亲眼去看看你所投资的公司，心里就有数了。如果光看报纸，就可能被淹没在负面消息的汪洋大海里。到处走一走，能让你切实了解投资对象的运作情况，不被负面意见所左右。"在 1997 年 8 月的一次常规巡视中，墨比尔斯一共视察了 36 家俄罗斯公司，足迹跨越三个不同时区：从俄罗斯中部的一家能源公司到北极大天使港的钻石采掘地，又马不停蹄地直奔位于荒僻的西伯利亚的一个石油、天然气田。

持批评意见的人挑剔说，墨比尔斯更像一个市场营销家，而不是投资管理人。这倒有趣。有人也曾说过，巴尔南姆[1]更像商人而不像马戏团经理，两种批评有着异曲同工之妙。只要成绩惊人，像什么又有什么关系？墨比尔斯以前确实做过市场咨询，和他做投资管理一样，也很成功。《洛杉矶时报》在 1997 年 5 月的一次报导中说："（在投资界）邓普顿新兴市场基金确实堪拔头筹。" 这家基金刚刚举办过成立十周年的庆典。为此，它捧出了一份值得骄傲的礼物：在晨星公司过去十年间所追踪调查的所有共同基金当中，邓普顿基金的总回报率居于首位。在此过程中，墨比尔斯也赢得了崇高的个人荣誉。《财富》杂志 1994 年 10 月在报导中评论道："他的名字已经成了新兴全球市场的同义词。"

墨比尔斯天生一副欧亚混血儿的长相，并剃了个光头，颇似已故"光头明星"尤·伯连纳[2]在《国王与我》一片中扮演的那个国王。墨比尔斯本人也不羞于承认这点。事实上，他甚至利用这一相貌特点来做生意：几年前，香港举办尤·伯连纳电影作品回顾展，邓普顿新兴市场基金便不失时机地为墨比尔斯和新兴市场基金大造声势。值得一提的是，按中国人的传统，光头往往是拥有巨额财富的标志。

①巴尔南姆（P. T. Barnum）：美国 19 世纪演艺界名人，马戏团创办人。（译者注）

②尤·伯连纳：（1920 ～ 1985）著名美国演员。生于俄国海参崴，是瑞士、蒙古和俄国三种血统的混血儿。在 1956 年因饰演《国王与我》中的泰国国王获奥斯卡影帝。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实光头与否并不重要。事实上，不管投资者多么精明，在新兴市场上也非常容易被“剃光秃”；另一方面，他们也许能够长期取得骄人业绩——只要在投资之前把调查研究做充分。关键在于，你得了解将要面临的特殊风险，要关注细节，善于讨价还价，还要有坚韧不拔的个性。在这样的基础上，你才能做出明智的投资决策。

如果现在是晚上 10 点，我肯定是在博茨瓦纳

别的投资管理人说起自己的投资哲学，也差不多一样地雄心勃勃，但真正能像墨比尔斯一样把它落到实处的，却寥寥无几。墨比尔斯每年出差的空中行程达 10 万英里，到那些分布在世界各地的，有可能爆发政治、社会和经济骚动的国家去寻找投资对象。除去做生意，他几乎没有个人生活，也很少度假。“干这一行，就是这么寂寞，这么无羁无绊，”他承认，“你总得逆潮流而动，别人买进你卖出，别人卖出你买进。说句玩笑话，真有点儿反社会的味道呢。”

一年当中大多数的夜晚，他都是在旅馆中度过的。而他的旅行日程总是安排得那么紧，他戴的手表上必须能显示出好几个时区，以便让他知道自己现正身在何处。墨比尔斯通常每周工作七天。每天早上，一小时的慢跑之后，吃一顿简单的早餐，办公时间就开始了——无论在世界的哪个地方，他一概是 8：30 开始办公，经常一直工作到后半夜。他主要的通讯方式是用手机，通过设在新加坡的公司总部接转消息。他每年呆在总部的时间很少超过一个月。

投资于广阔的新兴市场，就意味着必须盯紧那些起伏不定、急剧波动的市场行情。见惯了这些地方的大风大浪，美国的股市简直就像水波不兴的浅池塘了。20 世纪 90 年代初，新兴市场的收益率大幅上升。在此背景之下，英国的《星期日电讯报》将墨比尔斯命名为共同基金业 1992 年度的风云人物。该报热情地介绍说：“墨比尔斯获此称号的原因，是由于他在三年期间将新兴市场信托基金扩充到 1.31 亿资产的规模，同时，股东们的收益率也超出了 100%。”更值得一提的是，邓普顿新兴市场基金的净资产三年间竟翻了一番。相比之下，共同基金业的平均收益率只有 18%；新西兰的一家投资公司作为与它差距最小的竞争对手，同期净资产也只成长了 68%。在美国，晨星公司把墨比尔斯评为 1993 年度的最佳共同基金管理人。

新兴市场经过一段时期的高涨之后，于 1994 年大幅下挫。在众多被套牢的人们当中，也包括马克哥哥的妻子。直到次年的十一月，这位女士仍然是满腹的怨气，不愿意在家中招待那位满世界乱跑的兄弟。“那一次，我哥哥汉斯请我吃饭，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他的妻子见到我却很不高兴。”墨比尔斯回忆说。至少，他提出的补仓建议并没有立刻得到响应，“我对她说，最好的办法就是再买进一些。她听了这话，着实大大地吃了一惊。”

希望永在

墨比尔斯绝对是个乐观主义者。干这一行的人，最重要的特质就是要乐观。

“在新兴市场投资当中，从业者一定要乐观——因为世界属于乐观主义者，持悲观眼光的人只能当旁观者。全世界各处都存在问题，将来也是如此，这就是现实。但是，我们正在迈进一个人类历史上前所未有的时代：通讯更发达了，旅行更便捷了，国际贸易增多了，国与国之间的关系，总体来说也有所改善——这一切都给新兴市场投资者提供了机会，比以往任何时候都好的机会。”

墨比尔斯指出，任何严肃的投资者都不能无视这个占据全球 80%可居住区、拥有 2/3 世界人口的大市场。不过有一点：这个市场的资产额，大约只占全世界财富总量的 1/5。把非洲大陆上除南非之外其他各国的国内生产总值加在一起，还赶不上一个小小的比利时。从地域上讲，新兴股票市场遍布全球；但是其资本总量，还不到全球资本总额的 1/10。

然而，富国与穷国之间的差距毕竟正在缩小。“正因为如此，我们才会投入到新兴市场中来，”墨比尔斯说，“这里的发展速度是发达国家的一倍。在泰国，这个比率还超过了一倍。发展中国家的经济增长率都是高端个位数，甚至达到了两位数。以这样的发展速度，他们最终一定能赶上其他国家。我们想到这儿来，是因为这里有发展。”

持同样观点的还有通用汽车公司。这家全美最大的汽车制造企业，也看好新兴市场。为避免被“发展中国家市场未来的爆炸式发展”甩在后面，通用公司每年投入 20.5 亿美元的巨资，分别在阿根廷、泰国、波兰、中国和巴西设立了分厂。

从绝对经济产值的角度看，新兴市场的戏剧性增长，仍然比不过美国经济的一个小指头。但是，这里的经济增长率高，能从几个方面极大地促进投资绩效。“这儿发生着的事情有着双层意义，”墨比尔斯说，“首先这些地区的经济本身就在高速增长着；同时，资本市场又在以更高的速度在增长。”这样一来，新兴市场势必在世界经济大局中，取得更大的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界各国家、地区经济增长率排名	GDP增长率(%)	世界各国家、地区经济增长率排名	GDP增长率(%)
1. 中国	9.3	12. 乌干达	6.0
2. 越南	8.5	13. 象牙海岸	6.0
3. 马来西亚	8.0	14. 博茨瓦纳	6.0
4. 阿尔巴尼亚	8.0	15. 孟加拉	5.8
5. 印度尼西亚	7.4	16. 菲律宾	5.8
6. 韩国	7.3	17. 台湾	5.7
7. 泰国	7.1	18. 安哥拉	5.7
8. 新加坡	6.8	19. 津巴布韦	5.5
9. 格鲁吉亚	6.0	日本	2.1
10. 亚美尼亚	6.0	美国	2.1
11. 塞尔维亚	6.0	德国	2.2

资料来源：(c) Country Reports, EIU World Outlook, 1997.
经英国经济学人资讯中心（EIU）批准复制使用。

同时，上市公司的盈利能力提高了，他们的资产价值也相应增加。这就为早期投入资本的投资者带来了超额回报。墨比尔斯说："若是把增长的部分和资产增值的部分加起来看，这利益便相当诱人了。"

尽管有几处新兴市场的发展速度现在还不及美国，但墨比尔斯预言说，世界财富将会随着人口流动，向着这些新兴市场转移。他说："美国人教会了俄罗斯人怎么当资本家，他们终有一天会为此后悔的。"按照"人口金字塔"①所显示的，新兴市场地区的一大优势是年轻。新兴市场的人口金字塔下宽上窄，说明其投资人口中年轻人比例大，老年人比例小；而发达国家市场的人口金字塔则中下部凸出，显示其投资人口有很大一部分是中、老年人。

当然，美国投资市场人口金字塔的下部凸出，说明了美国老年人身体健康、医疗保健好。这个暂且不提。墨比尔斯却敏锐地看出另一方面：这种图形表明，美国的老年投资者必将面临来自科技和社会高速发展的新兴市场的年轻一辈的挑战。很明显，在

①人口金字塔：表示人口年龄和性别构成的一种条形图。因图形与古埃及的金字塔相像，故称人口金字塔。其画法是将各年龄男性与女性的人数或百分比分别在纵轴左右两边画成并列的横的条形，按年龄增长顺序自下而上排列，形成下宽上尖的塔形。人口金字塔能形象地、直观地反映人口的年龄构成，说明和分析人口的现状、类型和未来发展的趋势。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这种局面下，年轻人占有很大的优势。

“无论是印度、中国，还是别处，你都会看到同样的情况。个别地方有例外的，但大体上说，都是一样。”1960 年，墨比尔斯初次访问新加坡时，当地政府的政策是鼓励节育，担心人口过多，这个弹丸小岛会容纳不下。但是从那以后，新加坡的人口政策却来了个 180 度大转弯。因为他们认识到，人口规模大一些，有利于维持生产和消费的高速发展。同时，经济发展了，当地人民的食品和医疗保健水平也相应提高，教育发达、识字率提高了，人的寿命也比以前延长了。

“在这些国家里，这个过程还刚刚开始，”墨比尔斯指出，“如果你有兴趣从事消费品、汽车、工具或者其它种类的商品生产，你肯定希望到这些国家去，因为未来的市场就在那里。那里有发展，有人口，有潜在的购买力。你必须密切注意这些地区的市场，否则，你必将被淘汰出局。”

一个在全世界各新兴市场穿梭访问的旅行者，他的经验很像是在时光隧道中来回穿行。一个电话系统从来都不可靠的国家，有可能比发达国家更快地推广最新的电话技术。“现在墨西哥城都在用数码电话了，而法兰克福却仍然处在机电时代。”墨比尔斯对伦敦《旗帜晚报》(Evening Standard)的记者说。他还提到，中国大陆民众的电视机拥有量已经超过一亿台——比美国的还多。“经济、政治、社会、人口——新兴市场国家所有这些方面的发展，其结果都是这些地区生产力水平的飞速发展，”墨比尔斯说，“世界上第一个工业化国家，英国，用了 58 年才实现人均国民生产总值翻一番的目标，美国用了 47 年，日本用了 34 年，而土耳其只用了 20 年，巴西 18 年，韩国 11 年，现在中国呢，就要在 10 年内达到目的了。”

这是科技跨越式进步的结果。“如果你使用移动电话技术，就再不用建设整套的地下缆线网络了。”墨比尔斯说，“再比方说，你要建个数据交换系统，只用一个小盒子那么大的数码微电子设备就可以了，再不用塞满一个房间的机电式交叉交换设备了。”此外，交通运输业的发展也是今非昔比。你要赶制产品吗？连夜快递服务能在 24 小时内把配件从美国或欧洲运到你所在的地方。

与此同时，新兴市场地区的人民也能亲眼看见富裕国家的社会面貌。在他们的强烈要求下，电视台热播的尽是发达国家优裕、闲散的生活场景，包括《达拉斯》、《豪门恩怨》、《飞跃情海》以及《海滩救生队》——全世界最受欢迎的电视片。“他们看到，电视里的人也和自己一样，有普通人的七情六欲、优点和缺点。他们会问自己：‘我为什么不能和他们一样？’”墨比尔斯说，“这种对美国文化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贪欲，非常确定地显示出，这些新兴市场国家正在走向富裕。”[①]

人民的资本主义

最能代表新兴市场变化的事件，莫过于最近发生在中国人民大学的课程改革，添加了商务方面的课程。

自由市场、科技进步、年轻化的人口以及对各种商品的需求，所有这一切因素的合流，对于有耐性的投资者来说，便意味着一个充满讨价还价余地的投资环境——特别是，当有骚动发生的时候。“这就是新兴市场的好处，”墨比尔斯说，“你时常发现，自己根本无需付出任何代价，就能得到回报——这使得这些新兴的股市非常有吸引力。”在通常的情况下，在新兴市场上运作的公司，它所获得的收益，总会数倍于在发达国家中一个发展前景相似公司的收益。

在阿根廷内乱中，邓普顿新兴市场基金大胆投资，结果是获得出人意料的高额回报。他们购入了一家名叫 Compania Naviera Perez Companc 的石油公司股票，最后以 7 亿美元的总价出手，两年内赚了 340%。这些股票的买卖应是在拉美最大的股票交易所之一——布宜诺斯艾利斯股票交易所进行的，但在美国费城股票交易所也可同时完成。

“那时候，阿根廷正经受着非常非常严重的通货膨胀，”墨比尔斯回忆说。人民已经对国家经济失去了信心，而政治动乱更加剧了不稳定因素。前执政官贝隆将军的支持者打着新民族主义的旗号，来谋求夺取政权。当“贝隆党”成员卡洛斯·梅内姆在总统大选中获胜时，分析家们便预言阿根廷将会发生大规模内乱。

坏消息，好利润

“根据我们的观察以及听到的消息，我们认为阿根廷局势不可能永远坏下去：通货膨胀会好起来，经济也终究会复苏。”墨比尔斯说。他看准时机，买进阿根廷公司的股票——最多时，他的基金管理资产总额的 16%都投在了阿根廷。“你当然知道后来所发生的事。梅内姆总统力挽狂澜，阿根廷经济又活起来了。”在国有资产私有化政策的催动下，阿根廷股市也是一路上扬。

墨比尔斯说，自己并不是发现新兴市场魅力的第一人。“新

①惯于冷嘲热讽的人也许会说，新兴市场地区的人民如此热衷于美国电视节目，从一开始就注定了新兴市场的前景黯淡。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴市场”这个词是继“第三世界”、“发展中国家”之后的又一个新提法。这种投资本身由来已久。早在一个世纪之前，一些富裕的苏格兰人就创建了“爱丁堡投资信托基金”，把大部分钱款投入到修筑横跨北美大陆的铁路项目上。不过，作为现代投资者的投资手段，新兴市场基金的历史可以说是从 1987 年才开始的，开此先河的正是墨比尔斯领导的邓普顿新兴市场基金。

墨比尔斯现在的职业定位，可以说是最适合于他的了，但这并不是他早年的选择。当年考进波士顿大学的时候，他为自己设计的完全是另外一条道路。“我那时更喜欢心理学，”他对《共同基金大师传》的作者比尔·格里菲斯说，“我想当个心理学家，而且真的学了社会心理学课程，最终把专业方向确定在大众传播上。我对社会调查与研究很感兴趣。”大学毕业后，他的第一份工作就包括与经济有关的社会调查，以此为契机，他又投考了麻省理工学院，并在那里获得了政治经济学博士学位。

钢琴师

墨比尔斯有两个哥哥。他的二哥叫汉斯·墨比尔斯。他说：他从未想到过，自己这个小兄弟竟然成了投资管理人，掌管着从阿曼到萨格里布这片广阔的市场上将近 120 亿美元的资金。“我还以为他能成为钢琴家呢。”汉斯说。他回忆起马克在念大学和研究生期间，经常到夜总会去弹钢琴、演唱，来赚钱贴补学费——由此我们可以猜出，他怎么会对玛琳·黛德丽那么着迷。保罗·恩里希·墨比尔斯和他的妻子玛丽娅·路易莎·科隆一共生了三个儿子，三兄弟都有音乐才华。50 年代，三兄弟曾组建过一个古典音乐三重奏小组：汉斯拉大提琴，马克弹钢琴，大哥保罗拉小提琴。

马克出生后，墨比尔斯一家从纽约北部的布朗克斯区搬到长岛的北贝尔摩。这一家人，父亲是德国人，而母亲来自波多黎各，他们的星期日晚餐便自然而然地带有一种多元文化的氛围。“我母亲那边的亲友常来我们家，欢聚一堂的都是波多黎各人，说西班牙语；有时候，我们招待父亲那边的亲戚，都是讲德语的，”墨比尔斯回忆道，“毫无疑问，这种环境给了我放眼全球的眼光。确实是这样。”（当马克出生时，他父亲还没有取得美国国籍，这为马克日后申请德国国籍提供了方便。他现在到世界各地旅行，用的都是德国护照。）

马克的父亲是个技艺高超的糕点师，于二战前夕离开德国的萨克森省，移居美国。三个孩子还未成年，他就溘然长逝，玛丽娅只好独自担起养育儿子们的重担。孩子们自己也时而挣些小钱贴补家用。“如果说我们有什么经商的天赋，那就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是母亲传给我们的，”汉斯说，他如今在纽约州北部也拥有自己的公司，“马克在这一点上很像妈妈。”多亏玛丽娅·路易莎精明能干，克勤克俭，一家人才能过上相对舒适的生活。不过，为了维持一家人基本的生活，她不得不变卖了祖上传下来的最后一份地产——那是西班牙国王为奖赏她的高祖父开发大种植园有功而赐给她们家族的，后来一点点被子孙后代们变卖，终于在她手里完全失去了。这是她心底里一丝永远的痛。

马克从小就显露出工作狂的禀性。“我和大哥保罗经常在外惹是生非，而马克总是在干他自己的‘工作’，”汉斯回忆说，“他手头总有要做的项目。一旦开始，他会一直埋头苦干，直到问题解决为止。有时候遇上难关，他更是不肯放手了。所以，总是我和保罗结伴去玩，骑自行车，而他就呆在家里工作。”

墨比尔斯大学毕业时，既完成了心理学系的学分要求，也挣了不少艺术方面的学分。这两样本领现在都派上了用场。借助艺术的感染力，他可以与来自不同文化背景的人轻松沟通；而心理学素养，则帮助他在投资洽谈中游刃有余。

有一次，他到俄罗斯摩尔曼斯克的一家造船公司访问。走进一座古老的殖民地建筑风格的大厦，进入一间华丽宽敞的办公室，那家公司的老总就在那里等着他。总裁向墨比尔斯表示了欢迎，言谈之间，流露出一种混杂着好奇、防备和傲慢的心理。这种奇特的情绪发挥到顶点时，他开始高谈阔论，无休止地攻击美国、欧洲以及那些跑到他的祖国来占便宜的资本家们。

“我的心理学背景告诉我，这个人正陷入一种自卑情结中不能自拔，”墨比尔斯回忆说，“他开始吹嘘他的公司多么了不起，而我则时不时地在他的长篇大论中间插一句话，对他的办公室表示欣赏。”墨比尔斯恭维对方的办公室装潢很有品位，这一招儿很快收到了预期的效果。“他对我友好起来了。和刚才相比，他好像换了一个人似的。”一小时后，那总裁主动提出带领墨比尔斯参观他的“王国”——包括他引为自豪的特殊待遇：一处地下桑拿浴室和游泳池。“只要受过一点教育，有一点心理学方面的经验，你就会明白他的心情。”除此之外，还需要一点谦虚、一点幽默感。“干这一行没点儿幽默感不行。”墨比尔斯说。

“在俄国时，我笑得很多。你知道，他们习惯于摆出一副严肃的面孔，而我总是开怀大笑。最近，我们公司的一位分析师到俄国去，在一家贸易公司做展示报告。报告刚开始，那家公司的经理就站起来，说：‘停，停，停。我不想听下去了。我想知道的是，你们资本家摧毁俄罗斯经济的计划是不是在按部就班地进行？’”墨比尔斯说，“当时，如果我在场，我一定会哈哈大笑的。”

很久以前，当墨比尔斯还是个大学低年级学生的时候，曾到日本呆过一个学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期。当时，虽然他还弄不清哈萨克斯坦在地图的部位，却从此对东方世界产生了浓厚兴趣。后来，他到麻省理工学院攻读政治经济学博士学位，毕业之前得到了一个重返东方的机会。给他这次机会的是美国孟山都海外创业公司的香港分公司。他将代表公司，到国外为即将开发的一种大豆饮品考察水源。由于意外的原因，这个项目最终失败了：孟山都公司美国总部的技术人员不愿意让这种新饮品带有豆腥味；但加了甜味后，这东西喝起来又让人反胃。于是，计划就被放弃了。

完成了大豆饮品的调查后，墨比尔斯考虑再三，决定留在香港发展，而不是加盟设在美国圣路易斯的孟山都公司总部。对他来说，这不是什么困难的抉择。他挂出招牌，当了一名市场咨询师。1972 年，他出了一本小册子，名叫《投资在中国》，为有意在华投资的西方人提供指导。它的主题是："准确、实时的资讯来源，介绍中华人民共和国的情况、要求、政策及贸易实践——适于一切有意在中国开展或扩大贸易的商界人士阅读。"

从肥皂到拖拉机

"我着意考察一切工商行业——从肥皂到拖拉机，无所不包，"墨比尔斯对《商业周刊》的记者说，"这是一种非常好的锻炼。" 他还曾以联合国开发计划署代表的身份到印度马德拉邦，为那里的皮革产品提供营销建议。墨比尔斯善于抓住任何机会扩大自己对当地的了解。据他的哥哥保罗说，有一次，他甚至挽起裤腿下了水田，在没膝深的泥水里帮助农民割稻子。

60 年代，墨比尔斯曾以自己市场咨询公司的名义，举办了一次以动物脂肪与植物油为主题的调查，为将来在以穆斯林为主体的印尼市场上销售肥皂作铺垫。他在苏门答腊岛和巴厘岛进行了广泛的普查，结果表明，他的计划是不可行的。那时候，当地的肥皂主要由中国进口，其原料通常是动物油脂、棕榈油和其他油脂的混合物。为这次调查提供资金的，说得委婉些，是全美油脂提炼业协会（实际上就是屠宰场老板的行业组织）。他们认为，无法保证这种肥皂的原料油脂中不含有猪油。

此后，他的一位客户请他对亚洲股市进行调研。"我一下子就被吸引住了。"墨比尔斯说。从 60 年代末开始，他用自己的钱投资于亚洲股市。尽管与当时相比，亚洲股市的情况目前已有了极大的改善，但是，获利与风险一直是并行增长的。

读了杰拉德·列伯的《投资生存之战》一书，墨比尔斯更坚定了自己以往的看法，认为基础性的、着眼于普通行业的长期投资策略，优于任何其它投资方法体系。30 多年来，他一直把东方看作自己的家，而这里的主导观念是佛教，佛家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所倡导的是耐心与容忍的品性。墨比尔斯说："若无足够的耐心，你就无法拥有开放的心胸；若无开放的心胸，你就无法成为优秀的投资者。要吸纳一切，包容一切，消化一切。"

这个世界以外

接下来，该说说墨比尔斯的第一次投资了：当时，他买的是美国通信卫星公司（COMSAT）的股票，这是一家半政府部门性质的公司，是为响应肯尼迪总统关于开发外层空间的号召而创办起来的。COMSAT 绝不是墨比尔斯赚钱最多的一次投资，但他坚持认为，这一次是最棒的。"这一次在我看来是最棒的，因为它是第一次。当然，我后来的投资生涯中，曾创出过比这高得多的赢利指数；但最值得我回忆的就是这第一次，当我对股票市场还不了解时的一次投石问路之举。"

具有讽刺意义的是，当墨比尔斯开始投资于股市之际，美国人对于新兴市场的了解还远不如对外太空知道得多。1/4 个世纪过去以后，当邓普顿基金向美国证券交易委员会（SEC）提请设立新兴市场基金时，新兴市场作为一个可操作的概念还不存在。这就需要使用排除法了。"什么是新兴市场，这主要基于一种判断。并且，判断的标准不宜过于严格、不能一成不变。" 1992 年 4 月，在接受《华尔街纪实》杂志采访时，墨比尔斯这样指出。"我们知道，美国不属于新兴市场，加拿大也不是，大部分西欧国家以及日本都不是。这就把全世界股市资本的绝大部分排除在外了。现在，我们要关注的，是一个相对较小的资本数目。但是他们处于增长之中。"

那么，新兴市场是什么？

由于以往并没有新兴市场这个投资类别，邓普顿申请设立新兴市场基金的提议使 SEC 成员大为迷惑，随即，他们又对这个想法横挑鼻子竖挑眼，就是不批准。最后，令他们满意的是，邓普顿基金根据世界银行关于中低收入国家的定义对"新兴市场"这个提法做了一个恰当的解释。"它恰恰符合了人们心目中对这个词的印象。"墨比尔斯说，"按这个标准，新兴市场地区包括：整个拉丁美洲、整个非洲、除日本、澳大利亚和新西兰之外的整个亚洲。当然，在那个时候，俄罗斯还根本不在我们的视野之中。但现在形势变了，前社会主义国家都纳入了我们关注的范围。那么，一旦他们当中有哪个国家富裕起来了呢？它还算不算是新兴市场的一员？应该不算吧，但我们眼前还没遇到这种问题。"

墨比尔斯还提出了一个实用性较强的定义。"'新兴市场'的提法，目前是有些像委婉语，实际上说的就是欠发达地区，"在接受英国杂志《全球投资管理》采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

访时，他坦白地说，“但是，它同时也表现了我们这些研究新兴股票市场的专家所抱的希望和信心。我们相信，尽管有些发展中国家的股市有时候似乎表现不佳，但是，作为一个整体，新兴市场正在逐渐成长，正变得越来越大、越来越好。”

1997 年中期，世界银行对新兴市场做出了进一步定义：只要一个国家或地区的国内生产总值（GDP）没有达到人均 8956 美元的水平，那么这个国家或地区的股市就是新兴市场。在这些国家里，有的还十分落后：吃水要用手从井里提，然后用牛驮回家去。没有电话系统，传真机和电脑更是少见。1997 年，泰国的最低工资水平相当于每周 6.5 美元，一周六个工作日。人们从未听说过什么叫医疗保险，更不用提现代医疗设备了。除了工资之外，许多工人得到的惟一的福利，就是中午能吃上一碗白米饭。

对于一些经济基础还不尽如人意的国家或地区，墨比尔斯的经营方针始终保持着灵活性。比如，邓普顿新兴市场基金开始向越南投资的时候，那个国家甚至还没有设立股票交易所。“不要把新兴市场定义得过于狭窄，这一点很重要。”墨比尔斯在邓普顿新兴市场基金 1997 年 3 月对股东的报告中说。否则其危险性在于：投资范围内的市场太少，会造成交易行为或流动性降低，使得基金无法及时投入或撤出。

新兴市场不适合完美主义者或爱后悔的人。“我们也不是总能选到最好的股，”墨比尔斯承认，“实际上，如果在 60%的情况下能做到不出错，那就算是相当不错的了。”有时候投资也会失败。“我们自然希望能从失败中汲取教训。但问题在于，在这一行里，你没有多少机会去改正错误，因为局面并不在你的掌握之中。”

负面因素

由于基础设施的建构通常不到位，新兴市场投资者所面临的风险大致与在发达国家市场中搞风险投资①差不多。风险投资者虽然要面对不确定的市场和产品，但他们背后有商法、仲裁与法院制度，有稳定的政府和银行系统作为支持。而闯荡新兴市场的投资者却不同，他们投资的公司现有产品或服务市场，其运作环

①风险投资，也叫创业投资。起源于20世纪40年代的美国硅谷。投资对象多为初创期或快速成长期的高新技术企业，投资是建立在对创业者持有的技术甚至理念的认同的基础之上的。投资方式一般为股权投资。具有高风险、高收益的特点。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境缺乏稳定的政局、健全的银行系统、基础管理设施、商法，以及确保法律得以实施的法院系统。这些基础设施不到位，小问题就可能像吹气球一样变成大灾难，而你的任何申诉或上告最终都将归于一场噩梦。

1997年秋天发生在东南亚的事件就是一个清楚的例证。突发的变故撼动了脆弱的股价，而大市交易量低，使得投资者几乎不可能及时撤出。鉴于这种情况，墨比尔斯建议，在基金章程中加上这样一条警告："别指望在一泻千里的局面下抽身。行市下跌时别从基金中撤出投资。如果想变现，可以趁着行市好的时候卖出。要按我们的思维方式想问题。行情不好时，把钱交给我们处理就行了。不要卖出基金。投资时，最好以五年为一个周期。五年、五年、五年。"

墨比尔斯把新兴市场投资的风险，归纳为五大类：

1. 政治风险；
2. 金融风险；
3. 投资风险；
4. 体制风险；
5. 交易风险。

拉出这样一个单子，看起来有点吓人。但所有这些风险都是可识别、可分析、可控制的。邓普顿新兴市场基金的分析师吉姆·路特说："如果操作上不出错，你就能比在一般的股市上获得更好的风险调适后收益。"

政治风险

政府的政策可能变更，一个国家的政府也有可能变更。这种事一旦发生，在当地市场下了赌注的投资者可就有大麻烦了。

"如果你是那种遇事睡不着觉的投资者，就别惦记着在新兴市场上投资，"投资管理人爱德华·盖姆斯警告说——说这话时，他还在主持时佳达基金管理公司（Scudder, Stevens & Clark）旗下的巴西基金，"个人投资者需要明白——并且彻底明白——的最重要的一点，那就是，由于局势变化无常，你可能一下子就输掉一切，一无所有。任何人若没有这种思想准备，都不应当进入新兴市场。"

对于墨比尔斯而言，若是遇到政治风险就睡不着觉，那他就没法子保证自己每天必须的六小时睡眠了。这世界上，这儿、那儿，总有什么地方在酝酿着变乱。眼下，他正筹划在巴西投资呢：是有风险，但正因为险，才能买到好价钱。

新兴市场上的冒险英雄

因为墨比尔斯敢想敢干、不怕危险，人们常常把他比做在新兴市场上的"印

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第安纳琼斯”——这是好莱坞电影里虚构的一位大无畏的考古学家，他为追寻《圣经·旧约》里的诺亚方舟，不辞艰险，踏访了多处远古遗迹。墨比尔斯倒也配得上这个绰号，因为他敢于在任何时候到任何地方去，从容面对职业生涯中的危险——他的这种性格在邓普顿公司的圈子里为人津津乐道，已经成了传奇。“我就是喜欢最危险的地方。”1997 年 4 月，墨比尔斯对一位采访者说。他还特别坦率地提到，自己尤其喜欢在俄罗斯和香港这两个地方历险。

“印第安纳琼斯”这个绰号可能令人有些误解，以为墨比尔斯是个胆大包天、不管不顾的人。但是，吉姆·路特指出，墨比尔斯实际上不是那种人。谨慎和精心准备是至关重要的。“墨比尔斯可不会让自己置身于‘印第安纳琼斯’所处的那种危险当中，”路特说，“因为，他在身入险境之前，总是先考虑怎么脱身。”正因为如此，他才能经历这么多危险之旅却毫发无损。

“大家可能以为，搞新兴市场投资就得跑到天涯海角去历险。实际上，和许多人想象的不同，我们工作时总是谨慎从事。不是说你到达一个偏远地方，以后见机行事就可以了。从一开始你就得有风险意识——阴沟里翻船的事情太多了。”不过，路特也承认，在实际操作中，无论是买还是卖，机会来了就得当机立断；如果说等到该收集的信息都收集齐了，那就晚了。

职业风险

虽说谨慎从事，墨比尔斯还是遇到过一些生死攸关的险情：包括一次在智利玉米田里的迫降；一次在冰岛雷克雅未克十二级狂风中的飞行；还有一次，在巴西的圣保罗，给他开车的司机半途停车，要他额外付钱。还有比这更难受的，就是乘坐直升飞机往返于圣保罗的两座摩天楼之间。“当你看到下面那小小的着陆点时，真是心惊肉跳啊。而且，机上只有一名飞行员，而不是两名。如果他出点什么事，你就死定了。”

带来生命危险的情形不只这些。“如果一个地方爆发了全面战争，我们显然不会往那里投资——但我们曾经历的离战争也不远。”墨比尔斯说。不妨问问他 1989 年 12 月那次菲律宾之行的情况吧。当时，菲律宾军队中有一部分人企图推翻该国历史上第一届民选政府，叛军对科拉松·阿基诺总统发起了攻击。“我们住在文华大酒店。刚住下不久，叛乱就发生了。他们在那片地区到处乱开枪。我们被困在旅馆里出不去。就连呆在窗口都不安全，因为各个窗口也是叛军开枪的目标。”

被困马尼拉旅馆、周围的大街上随时有人被射杀——此时此刻，墨比尔斯在干什么？他在做他要做的事情。“我们在投资。我们仍在投资，因为那是投资的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候。”墨比尔斯回忆道，“我记得，当时我们的买入价只有现价的几分之一。当然，我们必须考虑到，万一叛军赢了，结果会怎么样？如果他们失败了，又会怎么样？我们的结论是：不论结局如何，这个国家还会继续从前的道路发展下去。就当时来说，经济局势确实处于一个发展的势头上。于是，我们感到，权衡未来的收益，这个险值得一冒。”确实如此。墨比尔斯说：“在以后的三年当中，我们的投资翻了一番。”

1996年的阿尔巴尼亚，在一场大规模的庞氏骗局[①]中，大批的人把全部积蓄换成了假共同基金的股份。骗局败露后，愤怒的民众冲上街头，暴乱开始了。在这种局面下，墨比尔斯还是那么乐观。他说：“我想到的头一件事，就是这个事件会带来什么机会。”伊朗已经有了股市；就连伊拉克也在计划建设自己的股市。

自由市场必胜的信念也不是万能的。1997年下半年的巴基斯坦首都伊斯兰堡，就不在他的投资名单上。“伊斯兰堡现在太乱了，”他解释说，“政府在更替。很可能会发生战争或革命。谁知道会出什么事呢？眼下这种局面，我还是不去伊斯兰堡为好。”

除了财产充公外，没什么可怕的

在新兴市场国家真诚地拥护自由市场原则之前，明智的投资者还是要紧紧地盯住政治局势，以防出现那种令墨比尔斯完全无能为力的政治险情：财产充公。

即使私有化已经席卷了那个国家，这种风险还是不得不防。“这种可能性还是有的，”墨比尔斯说，“这种事呈周期性发生。人们会忘记以前国营企业的失败教训，忘记国家遭受的损失。俗话说得好，忘记过去的人必定会重复过去的错误。我认为，这一点非常重要。我是说，没有什么一成不变的事情，没有。”

墨比尔斯并不是担心国有制的大规模回潮。“我想不出有哪个国家在往那个方向发展，”他说，“就连古巴都在逐渐脱离国有化——这个过程虽然缓慢，但是确定无疑。我认为，无论在哪里，私有化观念都已在政府领导人头脑中扎下了根。问题只是进行得快或慢、进行到什么程度而已。因为，结果本身就说明了一切。”中国也在快速扩展它的经济特区，在那些地方，市场经济

① 庞氏骗局：也叫“金字塔骗局”。设局者诱骗人向虚设的名目投资，再用后来投资者的钱作为快速盈利付给最初投资者，以诱使更多人上当。1920年，美国庞兹(Charles Ponzi)用套购国际回复邮票作局，七个月时间吸引三万投资者，“圈”钱1500万美元，成为当时大案。“庞氏骗局”因此得名。(译者注)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



正在蓬勃发展。

金融风险

墨西哥政府曾经反复承诺，在政策上坚决支持其法定货币比索。然而，1995年末，它违背了这一诺言，宣布比索对美元及世界其它主要货币实行自由浮动。紧接着，一场经济灾难降临了。鉴于形势危急，美国政府不得不融资相救，从破产边缘把墨西哥银行系统拯救回来。墨西哥股市上，股价一泻千里——雪上加霜的是，惊惶失措的投资者们刚刚抛出股票换成比索，却发现由于比索贬值，如果把手中的比索换成美元，这时到手的美元比一个月前要少得多了。1997年，同样的悲剧在泰国和马来西亚重演，急需国际融资再次出手相救。

墨西哥和东南亚发生的金融危机，令投资者损失惨重。而类似的风险却是新兴市场投资在所难免的。即使未发生大规模货币贬值，光是失控的通货膨胀，也令人难以在股市上创造价值。据墨比尔斯介绍，当邓普顿公司旗下的基金在巴西和阿根廷投资时期，该地区的通货膨胀形势如野马一般失去了控制，一年之内，通胀率竟高达3000%。

通胀率如此之高，传统上按季度发布的财务报告便失去了参考价值。要想跟上形势，在计算上就得格外精细灵活。墨比尔斯说，在巴西，你若不把每天的收益按当天通胀率折算一下，就根本没法预估一个公司的年度盈利情况。进行未来投资的分析，你得用另一套方法才行。“因此，我们不得不把原来的估价方法改为净资产价值评定。在当时的情况下，那是最可靠的指标了。”

幸运的是，对于新兴市场的投资者来说，只要有足够的定力，不轻易撤出，他们的股票投资就能在某种程度上抵消通货膨胀的影响。“我们不太在意货币的通胀，因为，把钱投在证券上有一定的防护作用，比现金更抗通胀。”在接受《华尔街纪实》采访时，墨比尔斯这样说道，“研究一下那些通胀率高、货币贬值国家的情形，你会发现，股市对通货膨胀有适应能力。”

在当地股市上，由于股价往往随通货膨胀情况而自我调节，所以，通货膨胀并不构成很大的问题。“我们在阿根廷学到了这一点，”墨比尔斯称，“1987年末到1988年初，我们正在阿根廷投资。自然，有很多人问：‘你们不担心货币贬值吗？’我们回答说，‘不担心。因为，我们把钱投进股市，这本身就是一种自我保护措施——当地的投资者也是这样保护自己的。’”此外，墨比尔斯还需要找到一个能长期、准确预测货币走向的干将。“这是世界上最难的事情了。迄今为止，我们还没发现一个专家有这种能力，并且能始终保持正确。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资风险

不论投资于哪家公司，也不论该公司位于什么地点，投资者都面临着某些基本风险。不管公司设在印度，还是美国的印第安那，他们都要提出同样的问题：这家公司的市场在哪里？它的市场占有率有多大？利润率是多少？纯利率又是多少？公司有能力主导市场价格吗？它的产品定价能否高出同类产品一个档次？还是在竞争对手开展价格战的压力下，不得不随之降价？公司发展前景如何？行业竞争强不强？还有，它的竞争对手当中，实力最强的几个对它有什么评价？“能叫竞争对手说它的好话，那是一个好的征兆。”墨比尔斯说。

“对投资者来说，关键问题不是投资机会少。好的公司很多，能扭亏为盈的管理人才也不少，”墨比尔斯说，“最关键的是，你依据的信息要真实。”

美国投资者习惯于依赖一般投资分析机构发布的信息，而在新兴市场投资中，这样做常常会吃苦头的。他们感兴趣的公司可能并没有公布产品销售成本、削价范围、董事薪资等方面的原始细节。在它们的财务报告中，可能不会提到额外的收益损失，纳税方面的不利影响也被掩藏起来了。公司对外的材料上也许标有其股票的买入价、可能的卖出价、交易成本计算在内的再买入价，等等。而所有这些，都可能被利用来掩盖其股票贬值的真相。[①]

由于新兴市场存在这样的风险，实地调研就成为必要的事。电话与传真交流无法替代与公司管理者面对面的交流——正因如此，墨比尔斯才会四处奔波，每年探访600多个公司。据他自己估计，他身上携带着几乎所有能在飞机座舱里繁殖的细菌种类。《今日美国》杂志在1995年11月的报导中写道：“墨比尔斯是个终极游侠。他的座机是一架湾流型喷气机，原本属于RJR纳贝斯科公司。[②]他每年要乘坐这架飞机绕地球飞行三到四圈。”

“我不能光坐在电脑屏幕前面，按程序数据分析出所有可能性，并希望得出正确的结论。”墨比尔斯说，“这样做不可能达到目的。所以，我们必须走出去。我们不断地开拓新市场，正是由于我们认识到了，只有充分地分散投资，才能抵消面对的巨大风

①玛格丽特·普赖斯，《在数据缺乏的条件下选股》，《全球金融》杂志，1988年1月，P44。（原注）

②RJR纳贝斯科公司：美国最大的饼干制造商。80年代，其公司管理层以浪费股东资源而闻名，他们甚至拥有自己的豪华飞机队供高层管理人员和董事会成员享用。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险。我们要尽可能地把投资分散开来，这样才能保护自己。”

新兴市场分布在广大的地域范围内，这本身就给投资管理人带来沉重的负担。“很多时候，你要花费大量时间，与你获得的收益根本不成比例。”墨比尔斯说，“也许你要访问二三十家公司，才能发现一宗令你感兴趣的东西。所以说，你要搭上大量的个人时间——由于地域时差，你的周六、周日可能正是别人的周一。而在中东地区，人们周六也不休息。因此，做新兴市场投资，比一般的投资行业需要付出更多。”

数字不是一切

墨比尔斯手下的分析师们通常用一半时间蹲在办公室里研究数字，而另一半时间则花在路上。分析工作要从审计过的财务报告入手。“对你来说，数字是绝对必须的，”路特说，“一天快结束时，你当然想了解那件每个人都想了解的事：纯利润有多少。但那些数字只不过是管理层的行动与策划的结果。你必须与他们接触。你一方面要听他们陈述的实际信息，另一方面还要察言观色，得出自己的判断。对哪些方面的问题他们已有所准备，而哪些方面的问题则出乎他们的意料？他们怎样实现与雇员的互动？与雇员交流的质量和效率如何？”这些都是需要了解的问题。

“一般情况下，接待你的会是对方最高级别的经理或首席财务官。然而，独木不成林，一个人从来撑不起一家公司。作为领导者，他起到领导的作用没有？他对工作流程的组织是否达到了优化？”路特接着说，“你在寻找他们的薄弱环节——有没有不良的迹象，表明这家杰出的公司开始躺在功劳簿上做梦，而不肯努力向前了。如果发现破绽，你要有能力一路穷追猛打下去，提出一系列有可能连你自己都没想到的问题。根据得到的回答，你可以在一定程度上调整自己的判断。”

早在“新兴市场”这个词还没进入投资词典之前，墨比尔斯已经开始磨练自己评估投资风险的本领了。然而，无论是巧妙的提问、直截了当的回答，还是解读身体语言的特殊本事，这些都不是获得成功的保证。“你会听到可怕的故事，种种花言巧语和谎言，但是，等到一天快结束的时候，大多数人便会变得诚实一些。”墨比尔斯说，“你要特别留心的是，他们对你的底牌实际上了解多少。”

墨比尔斯曾经买入亚洲纤维有限公司12%的股份——这是泰国尼龙绳索及尼龙纤维制造业的龙头企业，流通市值达6 500万美元。五年后，由于亚洲货币大幅贬值，股市不景气，该公司的股票也随之低迷不振。1997年9月，在泰国股票交易所，亚洲纤维的股价差不多只相当于五年前墨比尔斯的买入价。“这家公司之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以有问题，是因为整个儿是证券行业本身都有问题。"墨比尔斯解释说。他指的是，当时的汇率令亚洲纤维及其它泰国公司在竞争中处于不利地位，但公司本身还是好公司。墨比尔斯决定再多持股一段时间。他了解这家公司，信任它的领导层；况且，1997 年夏末动摇了泰国经济的货币贬值，却可能使亚洲纤维在出口方面占据一定优势。

世界上哪个地方的公司都有可能失败，任凭管理层怎么努力也无法挽回。另外一种情况，是由于遭受欺诈而倒闭的。且看一家名叫阿尔法科技的泰国公司，通过他们的不幸命运，我们可以见识一下投资者在新兴市场上随处可能遭遇的投资风险。

阿尔法科技曾一度被视为泰国最有希望一跃成为世界一流高科技制造公司的企业，如今却成了教育投资者当心风险的反面教材——在一个公司管理层并不完全可靠的地方投资做生意，你得加倍小心才是。阿尔法科技缺乏实质性的公司式管理——它是由同一个家族名下的一系列公司共同出资建立起来的，在运作中，还采取了多套账本、作假账等欺骗性手法。此外，拿着高薪、橡皮图章式的董事会也起不到任何好作用。阿尔法科技所反映的，是泰国其它公司普遍存在的问题，正是这些问题，才导致泰国经济走向崩溃的边缘。

在 1985 年后泰国经济高速发展的时期，方便的贷款、高涨的股价掩盖了上面所说的种种弊端。现在，算总账的时候到了。一家名为"巴黎巴亚洲证券 (Parisbas Asia Equity)"的当地证券经纪公司对 20 家泰国上市公司应用了更严格的会计标准，重新核定了它们的收入报告。其结果是：原报告中说这些公司过去五年间盈利 10.6 亿美元，现在却算出了超过 7 亿美元的累计亏损。

投资者在新兴市场中受创之后，却不能像在发达国家中那样，寻求到合理的保护和补偿。"客气点说，这是因为法律不健全。"墨比尔斯说，"就算有相应的法律，你也别指望法律或当局一定能提供保护。"

令人迟疑的理由有很多，但墨比尔斯却反对急于下结论。"他们确实在对你说谎，"他说，"但更常见的情形是，他们说的是实话，只不过是适合于他们利益的版本。"遇到这种情况，你的首要原则是：不要问提示性的问题。比方说，别问他经济是否在好转。"我们的说法是：'你对目前经济形势怎么看？'然后，我们就观察对方的神态。"非语言交流常常比他们所说的话透露出更多的真实情况。"这便是经验发挥作用的时候了，"墨比尔斯说，"我在泰国住了一年，对当地的文化有所了解。我发现，令人惊奇的是，那里人的禀性并不是深藏不露的。实际上，他们相当容易理解，通过他们的身体语言，就能看出很多事情。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在曼谷，一家银行的行政经理便未能成功地掩盖住他们贷款投资组合的真实状况。“当我们开始究根问底时，他回答说：‘细节情况我说不清。让我把我的助理叫来吧。’”经理助理被叫了进来，但她也无法比她的老板提供更多的细节。“我们意识到，他是在试图避开这个问题。接下来，这位经理顾左右而言他，表情很不自然。”结果，墨比尔斯决定不向该银行投资。

体制风险

开放新兴市场可不仅仅是立一块“欢迎光临”的招牌就完事了。为了吸引投资者，新兴市场地区的国家需要建立股市、签署关于商业纠纷裁定权的协议、制定税收优惠政策、设立严格的规章制度，并设立监管机构以控制实物股票、监督派息。假如市场体制效率低下，或者歧视外来者，那么投资者将面对极其严重的体制风险。

“要是看不到退路，我绝不会涉足一个国家的市场。换句话说，除非他们的法律法规允许外国投资者随意把资本和获得的利润带出去，我就不去那里投资。”适当的市场体制有四个特点，它们的英文起首字母合起来就是 FELT——Fair（公正），Efficient（效率），Liquid（流动性），Transparent（透明度）。“如果四点都具备，那就再好不过了。”墨比尔斯说。

- 公正：在一个公正的市场当中，所有投资者、无论投资规模大小、本国人还是外国人，都在同一水平线上竞争。
- 效率：高效的体制没有繁文缛节、公文旅行，它用最简单、最直接的方式进行运作，并且尽可能把成本压到最低。此外，在这样的体制下，结算也更容易，买卖合同不至于因程序繁琐而无法切实履行。
- 流动性：流动性好的股市，上市交易的股票数量充足，投资者无论是吃进还是抛出，都有足够的回旋余地；日成交量也要达到一定水平，令庄家不能轻易操纵股价。
- 透明度：市场的透明度表现在两个方面：（1）上市公司运作的透明度；（2）交易行为的透明度。拥有了透明度，便有助于培育一个公正、高效、流动性好的股市。

没有 FELT，新兴市场便无法发挥其潜力。类似孟买股票交易所丑闻的事件，必然随之而来。当时，少数交易者合谋作庄，将股价抬到一个破纪录的高度。等到监管机构发现时，已经有高达 10.2 亿美元的资金不知去向。墨比尔斯逃过了这一劫，他在丑闻披露之前就明智地撤出了投资。在有些国家，清除体制风险的努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力进展得很快，也有的国家这方面的步子慢一些，甚至还有极少数退步的情形。墨比尔斯说："遗憾的是，在这些国家，股市向来是由一批'精英'人物把持的，他们的目的是为了自己赚钱，而不是为了整个儿国家的利益。"墨比尔斯指出，虽然新兴市场的专家收费水平和美国差不多，但在其他方面，它们与美国股市的差距还相当大。尽管新兴市场确实在不断进步，但它们仍然缺乏规模、深度、调节者、执行手段、听证制度、以及居间的监管机构——它的作用是保管股权凭证、监督派息。此外，高效的通讯和运输手段、与国际接轨的会计标准，这些方面如果不到位，其风险都不可小觑。

可惜，自由市场观念并不能自然而然地到处畅通无阻，甚至在那些与西方有着广泛文化、伦理和商业联系的东欧国家，观念上的阻隔也照样存在。在捷克时，墨比尔斯曾与该国财政部长共进晚餐。"听他说话很有意思，"墨比尔斯回忆道，"他对我说：'我对你们那套资本主义理论全都了如指掌。这方面的书我全看过。'但是，你看得出，实际上他对资本主义一无所知——他没有亲身体验。在资本主义社会里，存在着一种渗透作用：年轻人从周围环境当中，耳濡目染地吸收了这个社会的主流观念。东欧国家要达到资本主义化，还要经历一整套的心态变化过程。在那里，人们已经开始从获取利润、避免浪费的角度来考虑问题了。这一切相当不容易——旧有的势力不想被淘汰出局，其反抗的力量是非常强大的。"

世界新兴市场一览

泰国证券交易所（SET）于 1975 年成立。然而，直到 80 年代末，除墨比尔斯之外，还没有几个国际投资者注意到这个市场。此后，SET 综合指数便飞也似地直线上升，到 1993 年 12 月到达顶峰。随后，在 1994 年，其价值又猛然跌落 20%——那就是墨比尔斯几乎被他哥哥的妻子拒之门外的那一年。后来虽有回升，但直到 1997 年后期，还远未收复失地。

1982 年，当匈牙利还是社会主义阵营的一员时，就成立了第一家债券市场。通过发行债券，匈牙利政府与各自治区政府都从来自全球的投资中尝到了甜头。历史上，该国曾有过一个布达佩斯股票交易所，但是随着实行社会主义制度，这个股票交易所不久便关闭了。1990 年 6 月，布达佩斯股票交易所重新开张，当时公开上市的公司只有区区 8 家。1996 年，包括 25 种股票的匈牙利股指显示出破纪录的成交量和股价。

在非洲大陆上（南非除外），直到 1995 年后期，股票市场的规模还极小。但尼日利亚的股票交易所已经开设了六处分支机构，就连博茨瓦纳这个弹丸小国也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有 12 只股票上市。据英国经济学人资讯中心报告，该国股票的总价值达 3.26 亿美元左右。

撒哈拉以南国家股市(单位:百万美元)

南非	280.5
津巴布韦	2.0
尼日利亚	2.0
肯尼亚	1.9
加纳	1.7
毛里求斯	1.4
象牙海岸	0.9

资料来源：国际金融公司，(c) EIU Country Profile, Kenya, 1996 ～ 1997。
经英国经济学人资讯中心（EIU）批准复制使用。

约旦王国于 70 年代末建立了安曼金融市场。发展到 1997 年，在此上市的股票数量已达到 115 只，资金总额达 50 亿美元。它是阿拉伯世界第二活跃的股票交易所，排在它前面的是埃及股票交易所，上市公司有 700 家。摩洛哥和突尼斯政府也在大力推进改革，吸引了越来越多的投资；到 1995 年，两国股市的上市公司各达到 55 家和 23 家。

交易风险

交易风险存在于投资的物理过程之中——从口头承诺到买入股票，再到交付股权凭证，都有风险相伴。在发达国家市场中，投资者认为这一流程是理所当然事先安排妥当的；而在新兴市场中，最好还是提防着点，以免被不规范操作所害。

墨比尔斯每到一个新兴市场，他会直奔当地的股票交易所，查看一下股权凭证的印刷质量。这是为了防备买到伪造股票，就像 90 年代初一家土耳其电气公司股票被伪造的案例一样。起初股市上风传说有人伪造那家公司的股票；不幸的是，后来发现这些说法并非空穴来风。为辨别邓普顿手中的股票是真是假，墨比尔斯求助于切斯曼哈顿银行 (Chase Manhattan) 在当地的分行，也是这只股票的监管人。指定一个监管人，这在新兴市场是一种常规程序。没有监管人的股票，墨比尔斯是不买的。经过鉴定，这批股票当中果真有一部分是假造的。据墨比尔斯讲，切斯曼哈顿银行说，根据合同他们有责任尽全力帮助鉴定股票的真假，但并没有义务保证它们必须是真的。他们建议墨比尔斯去找负责这笔交易的经纪人。而经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪人又说，这件事要怪就得怪股票交易所，是他们没有建立中央结算系统，才会造成这种结果。

墨比尔斯经过多方努力，还是没能取得赔偿，直到后来一个意外的机会降临了：他接受邀请，做一场关于新兴市场的报告。听众当中，就包括伊斯坦布尔股票交易所的主席和他手下的办公人员。墨比尔斯抓住了这个机会："我站起身来，直接冲他说：'先生，你还欠着我一笔钱呢。'"

后来，土耳其政府负责赔偿了假股票给邓普顿基金带来的损失。这个结果也说明，在新兴市场投资，不能光依赖当地脆弱的法律制度。建立良好的关系更重要。墨比尔斯直言不讳地指出：有些时候，"做生意的最有效方法就是送礼、给对方管事的人一些好处，这样，他们就会在各方面给你走后门、开绿灯。你的利润不是由遵纪守法而取得，而是通过打法律的擦边球而来。那里的规矩就是这样，不按这个办事，你就要吃亏。"

永远别拿当地的股票经纪人当朋友。他们向你推荐一只股票，他们自己拿的赚头很可能比你的大得多。就算经纪人诚实可靠，当大多数投资者拿到他们分发的印刷精美的股票简介时，就已经找不到什么便宜的好买卖了。

如果投资者不是特别地小心谨慎，那么一桩起初看起来完全正常的生意，到后来却有可能让你赔上一大笔钱。墨比尔斯讲了这样一件事：有一家公司把它的股权凭证印成两种样式，一种是卖给本地人的，每张 500 股；另一种是卖给外来投资者的，每张两万股。当行市转坏时，持有大额股权凭证的投资者就吃了亏，因为找不到一下能吃进这么多的买主。

在这个领域里，交易丑闻时时发生——从精心设计的金字塔骗局，到蝇营狗苟的小偷小摸——在漫长的职业生涯当中，墨比尔斯全都见识过。

- 1992 年，7.5 万张股权凭证被粗心大意的办事人员放错了地方，而这代表着在吉隆坡股票交易所上市的价值 7500 万美元的股票。
- 泰坦水泥（Titan Cement）是希腊股市上的领军蓝筹股。1991 年，有人伪造了数千张泰坦水泥的股权凭证，此事一经曝光，希腊最主要的股票交易所被迫停盘。
- 1992 年 4 月，印度国家银行账目中发现假造的政府证券交易记录，由此损失的金额达数百万美元。
- 1993 年 3 月，印尼国内四家证券经纪公司均发现伪造股票，致使该国的证券市场监管机构 BAPEPUM 下令对牵涉到的五只股票实行停盘。

此外，不择手段的经纪人可能收取高额服务费，还有计算机犯罪，更是全世界范围的大患。这些都属于交易风险的范畴。高科技交易手段的迅速普及，使新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴市场更容易沦为高科技犯罪的目标。交易结算所需的时间也是投资者需要注意的问题。在有些国家，交易手续上的繁文缛节会占去大量宝贵时间，在“速度就是金钱”的股市中，这种耽搁有时会带来灾难性的后果。

新兴市场上，日常交易中的出要价差有时候大得连拖拉机都能从中间开过去——在纽约证交所，平均的出要价差只有一美元的 1/16。相比之下，简直是天壤之别！“我们把不同经纪人的要价拿来对比，寻找（出要价差）可能的最小值，”墨比尔斯说，“开始的时候，做起来有很大难度，因为许多股票的出要价差非常、非常之大，而我们是一家开放型基金，操作就更困难了。开放式基金随时要向投资者公布它的单位净资产价值，而这一数字是随你投资对象的行情起伏而变动的。在计算过程中，你必须参照出价和要价为手中的股票标价，取其中间值。如果两者的价差特别大，你就有麻烦了——只要你开始标价，就意味着赔钱。”在新兴市场投资过程中，出要价差占到股价 20%～30%的并不少见。墨比尔斯最近一次去俄罗斯时，决定不向在圣彼得堡股票交易所上市的一家小型农业公司投资，就是因为买方出价 5 美元，而经纪人的要价却是 15 美元。

新兴市场投资的光明面

连篇累牍地介绍新兴市场投资的风险，可能令人产生误解，似乎审慎的投资者应当远离这个领域为妙。但是，我们还没说到两样抵消风险的有力武器：投资分散性和协方差。

新兴市场投资的范围广布于全球四大区域内的 40 多个市场，投资者享受到更高的投资分散性——这一点是单一市场投资无法望其项背的，即使美国股市这样大的规模也不行。“在我们看来，这就降低了投资风险。因为全世界各地、各个时间里所发生的事，都各不相同，”墨比尔斯说，“比如说现在吧，我们在巴西的投资表现很糟，而在阿根廷的投资却非常成功；在匈牙利股市上，我们败下阵来，但在香港则大获全胜。”业绩的好坏不仅能相互拉平，实际上，赚的总是大大超出赔的。“值得高兴的是，平均起来看，我们算是成功的。得手的时候比失手的时候多。而成功时，业绩往往是非常辉煌的。综合起来，我们的收入上扬的幅度远远超过下降的幅度。”

另一方面，新兴市场很少与发达国家市场同步波动。套用专家学者的说法，这就叫做协方差小。这种不同步的特性，使得投资组合的总体波动性降低，投资者更加有可能获得满意的回报。

但是不要认为协方差小就一定能保证你所持的股票不会随着其它股票往下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生在 1997 年 11 月的情形就是个相反的例子。10 月 28 日星期二，美国股市开盘。继前一天猛跌 7.18 点之后，投资者发现这一天全球 41 个股市也都齐刷刷地下跌了。各地的跌幅有所不同：英国和印度最小，只跌了不足 1 个百分点；而俄罗斯和匈牙利跌得最惨，超过 14 个百分点。从加拿大和斯洛伐克传来好消息，当地股市行情平稳，没跌也没涨。另一方面，协方差这种测度方法有一个毛病，那就是它依赖历史数据，有可能忽略近期涌入新兴市场的资金流。金融批评家们告诫说，过分倚重过期的统计数字，可能会造成不良后果，特别是在那些在少数机构操控下、交易不旺的股市上。

无论协方差是大是小，有一点是明摆着的：全世界的股市行情不可能都同步涨落。既然是这样，墨比尔斯便主张，投资者必须把眼界放宽，不局限于一时一地，才能获得丰厚的回报。“美国股市不可能年复一年地领先于全世界，”他说，“实际上，研究表明，没有哪个地方的股市业绩能够连续两年排在世界第一。以 20 年为期限观察，只有少数几个股市能在 20 年中两次占据第一的位子。这就可以推出一个简单的结论：如果你想获得最好的收益，就不要呆在一个地方不动。这一点不仅适用于美国股市，也同样适用于任何一个欧洲国家的股市、任何新兴市场地区的股市。就在不久前，我还与我们基金在香港的一群管理人谈过一次话。自然，这些人是非常钟情于香港市场的。我对他们说，你们不可以把所有的资金都放在这一个地方。一定要分散。要走出去。”

一般的投资者往往固定在两三个发达的股市上操作，他们看不到扩大选择范围所带来的好处。“而这正是我们目前所享有的好处，”墨比尔斯说，“也许从宏观上看，新兴市场处于牛市，但总会有哪个国家的股市正在滑坡，或者已经滑到了谷底，正有便宜的股票等你去发现呢。”

墨比尔斯的投资风格不是自上而下型的，他不像有些职业投资管理人那样，总是先根据各处股市的历史业绩来选择市场，确定自己投资的风险度，最后才决定持股内容和持股比例。将资产配置原则执行得最为彻底的，是我们在第七章中将要介绍的盖瑞·布林森。布林森甚至针对各个市场制定了不同的“战略侧重点”，用一种自上而下的选股方略取代了对个别公司进行逐一评估的选股办法。

完全自下而上的投资策略

墨比尔斯遵循一种严格的自下而上的投资流程。“也许你会在我们的财务报告中看到按产业细分的分析结果，但那和我们的选股思路毫无关系。我们选的是股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，而不是挑产业。”他对《华尔街纪实》的记者说，“我们寻找便宜的股票，列入我们考虑买入的股票名单，然后就开始买入。到最后，我们的投资组合总是相当分散的，但那不是出于故意，而是赶得巧。真的，如果我发现便宜的股票都集中在某个行业，我也不在乎把投资集中在那个行业上。”

假如墨比尔斯觉得投资组合中的哪只股票价格过高——也就是说，相对于它的成长前景而言，这个价位不够便宜——他会找一只便宜一半的股票来取代它，只要基本面有价值就可以买入，不管它属于什么行业。

自下而上的投资策略针对新兴市场有着重要意义。原因很简单：在这些国家里，极难搞到有关其宏观政治经济环境的情报。就算你能搞到，也多半是过期的和不准确的信息。所以，与其相信宏观的统计数字，还不如通过关注具体的个案，由下而上地观察，这样我们能更清楚地了解这个国家在发生着什么。

“如果你的决定是基于整个国家的大形势，你的决定就很可能出错。”墨比尔斯强调。一个国家里有那么多公司，有的经营得好，有的不好。所以，不管大盘总体上是牛市还是熊市，墨比尔斯都能找出便宜的股票。“就凭这一点，就足以说明在新兴市场实行自下而上的投资策略是有道理的。但是，道理还不仅于此。”

“如果你是参照国家大局来考虑自己的投资部署，你对形势的看法就会受到报纸大标题的影响，受到流行舆论的影响，而这些东西可能会误导你。”墨比尔斯说，“报纸上的大标题通常不能向你展现具体而微的情况，而对于投资者来说，具体的东西却是更重要的。如果让我去请教那些只着眼于大局的经济学家，还不如亲自去一趟泰国的某一银行或纺织公司，直接问他们，国家经济形势对他们有什么影响，那么我所了解的情况会准确得多。”

有的时候，自下而上的投资策略与自上而下的策略，其结果竟然如出一辙。“比方说，我们通过自下而上的分析，决定在某个国家的市场上大量抛出股票；巧的是，从宏观的角度看，这个国家的市场也没有什么吸引力。这两种思维方式可以说各有千秋。但我们犯大错误的可能性要小一些。”（1997 年，他大体上全面退出了亚洲股市。）

那些一窝蜂涌向热门市场的投资者，必定有一天会犯下大错；而鲜明的逆向思维方式却能使人免于这种厄运。墨比尔斯以他的反潮流精神承袭了邓普顿基金创始人约翰·邓普顿爵士的衣钵。早在 60 年代，约翰爵士就买进了日本股票，当时，日立、索尼、三菱这些公司的股票还都相当便宜。“人们总是问我，哪里的前景更好。但这样提问是错误的。”1995 年，约翰爵士对《福布斯》杂志的记者说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“正确的问题是：哪里的前景看起来最糟？”

“日常生活中，人们总是尽量往好地方凑。找工作时，希望在有发展的行业中占一席之地；建工厂时，希望建在经济前景看好的地区。但是，根据我的体会，如果想投资于公开发行的证券，选择中你就要逆潮流而动。你的目的是，尽可能以最低的价位买进实际价值最高的股票。而使股票便宜下来的原因只能是：人们在竞相抛出；除此之外，没有别的可能。”

“我们是价值型投资者。”墨比尔斯宣称，“价值就存在于别人不买、反而抛出的东西里。不然的话，它怎么可能便宜呢？”

为了达到这个目标，墨比尔斯和他手下的分析师团队在亚洲，在拉美，在非洲，在东欧国家，总之在各个市场上，对所有的公司进行筛选。他们使用数据库，对以往十年间的公司年报和审计报告进行搜索、分析，寻找真正便宜的个股。他们首先留意的，是那些负债低、财务状况好、潜在收益高、却因为这样或那样的原因而遭到股市冷落的公司。接下来，要对这些公司进行进一步了解，看看经纪人的报告、信用分析。最后是实地调查。

“没有问题，我们会权衡投资风险的。”墨比尔斯说，“但要等我们查看了它的财务结构之后。我们常会把那些财务结构不好的公司排除在考虑范围之外。对于那些勉强及格的，我们会考察一下。接下来要看的是公司的收益。总体形势好不好？过去的情况如何？未来的预期收益又怎样？当然，未来怎样，谁也说不准。但是，根据它过去的情况，你总能得出大致的印象。你可以看出，这个公司一向都致力于哪些方面；另外，采取了各种调节措施之后，它的每股收益有没有大的变化。”

对个股表现按其成份进行细致的分析，包括对现金流量的分析，目的是为了估算出未来五年的收益情况。首要的一条原则，就是要寻找本益比低于 5 倍，能保证未来五年高收益的个股。不过，在墨比尔斯的眼里，本益比并不说明一切：一只股票，它的本益比哪怕高达 10 倍乃至 20 倍，只要未来五年的赢利前景够好，就仍然有可能是好买卖。

按照这种投资策略行事，墨比尔斯偏好冷门股的反潮流倾向就表现得更突出了。“如果一只股票的买入价相对于它目前的盈利水平来讲是奇高无比，那么，你就很难得到较高的收益增长，”墨比尔斯说，“比方说，达到 50%的年增长率吧。”墨比尔斯和约翰·奈夫一样，也喜欢令别的投资者头痛的股票——只不过，墨比尔斯的活动范围遍及全球。“为寻找这样的股票，你得去考察那些目前还受到市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



冷落的公司。”墨比尔斯说，“另外，你所买进的股票也常常是正在跌价的，甚至在很长一段时间里还要继续跌落。”[1]

耐心是一种美德

即使对于邓普顿基金这样的团队来说，坚持逆向思维也需要极强的意志力。“你必须有一副强健的脾胃，有坚强的意志。”墨比尔斯说，“另外，最重要的是，你的客户应当具备足够的耐心，支持你的投资主张。”

一旦墨比尔斯同意买进一只股票，它就有可能长期呆在邓普顿的投资组合名单上。邓普顿基金的平均持股期限是五年。这一方面表现了持股的坚定性，另一方面，也反映出新兴市场的成交量相对较小这个事实——与美国、欧洲及日本等地的股市不同，在新兴市场上，持股量大的投资者很难迅速变现撤出，特别是当行情低迷的时候。无论如何，墨比尔斯告诫说，“如果没有比手中现有股票便宜15%以上的个股可买，你就绝不要卖出手里的股票。”

墨比尔斯不愿参与那种“逃顶抄底”的游戏。“虽说我们的分析师在不断地研究市场走向，但我们不可能聪明到‘抄’准大盘底部的程度。”邓普顿基金的一位经理斯图尔特·奥尔德克劳夫特说，“大盘什么时候见底？也许再过三个月、半年，或者更久，也许就是现在。只有等到时过境迁，你才能做出准确的判断。但到那时候再‘抄底’，就已经太迟了。”

墨比尔斯已经61岁了，由于每日坚持锻炼，身体仍是那么健康，精力依然充沛。如果他迈起大步，连那些年轻的分析师都会跟不上。看起来，他还是干劲十足，根本没考虑退休呢。说起迎接挑战、积累财富，他还是那么兴致勃勃的。“你总是想试试，今年能不能比去年干得更好。”他说，“你知道，如果不继续努力，你就永远停留在过去的纪录上。1995年，我差点儿赢得年度最佳投资管理人的大奖。现在是1997年，我们还得从头再来，不断进步才行。富有挑战性的地方，就在于此。”

墨比尔斯的冲劲儿还反映出这一行业中经验的价值，以及他

①对大多数投资者来说，逆向型的投资法是“说来容易做来难”。“投资者总喜欢把自己说成是逆向型的，但我们知道的逆向型投资者并没有几个，”另一位天才的新兴市场投资家马克·费伯说。“你要是想检验一下自己的逆向思维倾向，先问问自己有没有胆量买进正在贬值的日元，作为送给自己的圣诞礼物？”——马克·费伯，《金钱迷梦》（香港：朗文集团出版有限公司，1988），P150。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对自己的导师，83 岁高龄的约翰·邓普顿爵士的敬仰。“我们这一行的一大好处是，干得时间长了，你会越来越出色。”墨比尔斯说。当你走遍全世界，经历了几次大起大落之后，就会变得更老练，不再会轻易地灰心丧气。更可贵的是，你学会了乱中取胜的诀窍。“抛开这一切，回家养老？那太可惜了，”墨比尔斯说，“简直是没有道理。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 固定收益投资 用债券下注

比尔·葛罗斯的每一个普通的工作日，都面临着一项绝顶现代的挑战：在债券市场上运作数以亿计的美元。

太平洋投资管理公司，也就是人们熟知的 PIMCO，掌管着将近 1 100 亿美元的资金——美国债券市场的资金总额是 11 兆美元，它一家就几乎占到了 1%。在这个平均日交易额接近 3 000 亿美元的庞大市场上，PIMCO 投资组合一天之内的价位浮动值，就可能相当于许多大型上市公司一年的销售额。“如果行情好，到今天收盘时，我们的资产就可能比早晨起床时多出 5 个亿。”葛罗斯说，“每天早晨我在交易台前坐下的时候，想到这一点，顿时便会清醒起来。”

葛罗斯交易台前的生涯是从 1971 年开始的。那时候，债券交易还是新生事物。从南加利福尼亚大学研究生院毕业以后，他找到的头一份工作，是在太平洋共同保险公司（Pacific Mutual Insurance Company）剪息票[①]。当时，除了极少数的情况之外，那些债券持有人一般都是买入固定年限的债券，到期后再收回本金；在到期之前，则按年收取利息。在葛罗斯入行之际，所有的债券都是附有息票的。投资者可以从债券上剪下息票，一般是每半年一次寄还给债券发行商或代理人，过几个星期就能收到利息支票。

当时，葛罗斯的同行们都一门心思地投身于股票市场，只有他偏好债券，主动要求参与并主持太平洋共同保险公司刚刚起步的债券交易事业。他没有遇到什么竞争者——事实上，当公司里另一位搞债券交易的人要求调转之后，公司在这方面的业务就只靠他一个人了。葛罗斯最初的动机并不是发财——那时候，债券

① 息票：债券发行时附于其后的一格一格的小票，上面标有利息额、支付利息的期限和债券号码等内容。付息日到时，只需将其撕下，向发行者或代理人领取利息。这样的债券叫做附息债券。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场可不是发财的好地方。他只觉得干这一行适合他的禀性。他是个不爱张扬的人，带着一副有感染力的笑容，满头不肯服帖的乱发，喜欢尝试新东西。曾与葛罗斯一道闯荡早期债券市场的霍华德·雷科夫回忆说："比尔接受了这个任务，努力把债券推向交易市场。而别人都对此不感兴趣，他们宁愿干点儿别的事。"雷科夫说："要知道，对于一家保险公司来说，建立一个试验性的投资组合，做债券交易，在当时可是件非常前卫的事情。"

多亏有了像葛罗斯和雷科夫这样有远见的金融从业者，债券交易才得以从湮没无闻中崛起，步入了现代化的发展阶段。现在，几乎所有的交易都能同时反映在网络上。在加州的纽波特海滩，PIMCO 拥有一处设计时髦的办公地点。14 位职业债券管理人就从这里监控着整个儿债券市场的动态。从交易室的窗口，能俯瞰波光粼粼的太平洋；屋里，好几十台电脑的屏幕不停地闪闪烁烁。葛罗斯承认，美丽的海景确实能令人分心，但是，如果收益特别好的话，就顾不上看风景了。

基本原则

葛罗斯及其他券商在其中交易的债券市场，是个极其复杂的体系，望之不由令人生出怯意。尤其是在普通人看来，更加找不到头绪。然而，投资者只要理解以下这三点基本原则，就能把握它的逻辑和内在规律性。

1. 债券代表着发行人对持有人的承诺：给付固定的利息，并在债券到期后偿还本金。
2. 最关键的一点在于，发行人是否有按时付息和到期偿还本金的实力。
3. 债券的价格和收益率与通货膨胀幅度成反比。

投资债券需要同时注意好几方面的事项。开车时，你得用一只脚踩油门，双手把住方向盘，同时用眼睛看路。同样，在债券市场上投资，你得在关注利率的同时，判断发行人的偿还能力，还要时刻留心通货膨胀的情况。

不再是绅士

仅仅是一代人的时间，债券市场就发生了如此翻天覆地的变化，这在从前实在是难以想象！前辈经济学家安德鲁·梅隆曾经皱着眉头评论说，债券是绅士的偏爱。现如今，这句话已经显得很不合时宜了。放眼今天的债券市场，处处激流险滩、风大浪急，哪里还有一点温文尔雅可言？

债券这种金融工具，在历史上它以这种或那种方式已经存活了好几百年。早在十六世纪，意大利的商人和银行家们就开始使用一种名叫 prestiti（意为"借贷"）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的凭证，与后来的债券相类似，它也代表着借款人和持有人之间的债权债务合同关系，将来借款人必须按此凭证还本付息。第一只现代意义上的债券出现在300年前的荷兰，人们把它叫做“荷兰无期”，其意思是，永远也等不到它的偿还期。后来，债券业得到大幅度发展，但几乎没有上市交易的，即使在二十世纪的大部分时间里，也一直如此。尽管债券市场在美国已经有几十年的历史，但这个市场却大体上呈现出静态。当葛罗斯开始接触到这个行业时，市面上的债券大多是由公用事业单位、交通运输公司和政府部门发行的。没有长期国库券，更不存在什么垃圾债券[①]、按揭债券，或其他金融衍生手段。那时候，作为债券市场定价标准的是AT&T[②]债券，而不是美国财政部发行的公债。

葛罗斯刚刚把债券交易的运作框架搭起来，就赶上股市的大熊市。这可以说是天赐良机，许多投资者迫于形势，转向了债券交易。1973年，标准普尔500指数下滑了15个百分点，到了1974年，投资者们在股市上更是输得落花流水，整个股市的总价值缩水1/4。那时候，一个投资管理人只要能挤出一点点收益就算不错了，而投资债券的收益率在8%～9%，实在很了不起呢。

与此同时，在更加紧迫的经济形势下，“买入并持有”的投资策略也不再吃香。70年代，大规模的政府财政赤字和高涨的油价一下子唤醒了沉睡多年的债券市场。相伴而来的通货膨胀更使银行利率普遍提高到了两位数。手中债券贬值、新上市债券的利率却节节上涨，这对于早些时候买入并持有债券的投资者来说，不啻一个沉重的打击——特别是那些长线投资的债券持有者，这个打击就更加严厉。相对而言，手中的债券偿还期短，倒是一件好事了。然而，无论是哪种情形，所有的债券持有者都或多或少地感受到了通货膨胀带来的负面影响。

投资者们很快地认识到，当债券的收益赶不上通货膨胀的脚步时，它不仅不能为财产保值，反而会带来损失。被套牢的投资者试图将债券出手，但此时他们又面临着一个难心的问题：手中债券的利率低于当前市场水平，单凭这一点，在交易中就很难卖出与面值相等的价钱。卖出这些债券，无非是一种抢救性措施，

①垃圾债券：是一种信用值较差的债券。它的投资利息高（一般较国债高4个百分点）、风险大，对投资人本金返还保障较弱。垃圾债券最早起源于美国，主要是一些小型公司为开拓业务筹集资金而发行的。70年代末期以后，逐渐成为投资者狂热追求的投资工具，到80年代中期，垃圾债券市场急剧膨胀，迅速达到鼎盛时期。（译者注）

②AT&T：美国电报电话公司的英文缩写形式。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常常会带来损失。因为债券的利率是固定的，要增加收益，只有一种方法，那就是低于面值买进。到了1979年，这种减价发售的情形愈发地难堪，简直像是遭受火灾后“过火物品”一样地贱卖了。为了吸引买主，饱受烦恼的卖家不得不忍痛大甩卖，断臂求生。最糟糕时，有的债券售价只有面值的一半。这一切似乎都发生在转眼之间，原以为最保险的债券贬值贬得一塌糊涂，再也不那么保险了。

财产充公凭证

70年代末期，人们都把早些年发行的债券戏称为“财产充公凭证”。在通货膨胀的压力下，焦头烂额的投资者不得已把手中的债券低价卖出，这就好比财产充公一样。可是，要不这样做，又能怎么办呢？就那么被套牢，眼看着你的投资随债券贬值一点点化为乌有？谁知道这两种选择哪个好一些。当普遍利率水平达到15%时，美国财政部前几年发行的某些利率低于8%的债券，按其售价计算，一美元面值只能收回50美分，甚至更少。这并不代表着这些债券不行了，要退出市场了，而是因为通货膨胀把新发行债券的利率抬到了前所未有的水平，于是给老债券带来了极大的压力。

当利率水平开始回落时，大多数投资者却再次错失了赚钱的好机会。据葛罗斯分析，这是由于过分恐慌，人们的判断力迟钝了。他们害怕再吃亏，就把原来买进的高息债券从投资组合中抛了出去——事实证明，这一步完全是错误的。高利率、低价位的时代已经结束。此时若捉住极具吸引力的长期利率，正是入市的好时机。至于利率继续上升的风险么，葛罗斯认定，尽管形势乱哄哄，但利率这个钟摆已经摆到了最高的幅度，绝不会再升了。

正当普通投资者在黑暗中摸索时，积极型债券管理的时代已经现出了曙光。新一代积极型债券管理人的目标是：通过对通货膨胀预期变化情况的分析，调节债券的买入和卖出，由此恢复债券市场的秩序和安全性。PIMCO每年都要卖出其投资组合中1/3的债券，换成新的债券。这样做就是为了在保本的基础上，尽可能地提高利息收益。也就是说，PIMCO每年的交易总额在600亿美元左右——平均日交易额为2.4亿美元。

投资场上的兀鹰

“试图破解通货膨胀的发展趋势——这就是我们要做的事。”葛罗斯说。除此之外，他还建议谨慎型的投资者们，要注意追踪美国的经济活动和生产力发展的势头，并在某种意义上讲，要关注能塑成全球经济大局的力量。例如，全球政治、经济一体化的趋势，便可能加强企业间竞争，导致工资水平下降，从而使物价水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



平下降。葛罗斯指出："在债券投资这个行业中，机遇的来临往往富于戏剧性。比方说，当你正在谈论低通胀时，头脑中可能会突然冒出个好主意来。"

当通胀率较低时，债券价格和利息收益波动的幅度都比较小，这就为机敏的投资者提供了机遇：只要操作得当，便可以获得较高利润，而不必承担灾难性的风险。债券交易商赚钱的手段，就是利用通货膨胀造成的债券价位和利率水平的起伏，低进高出获得收益。

跷跷板

乍听起来，高利率是个非常诱人的因素。但是，对债券持有者来说，事实却恰恰相反。当新发行债券的利率提高时，早先发行的债券价格就会看跌；前者看跌时，后者就会升高。葛罗斯把这种现象比做跷跷板，一边是利率，另一边是价格。

这是一种令人难以把握的反比关系。普通投资者不能识别那些影响债券价格的信息，这是一方面的原因，但事情绝非这么简单。债券市场呈现出牛市，这意味着债券利率下调、价格上涨。这算好消息吗？债券持有者可能会欢迎价格上涨，但是，把债券卖出变现后，拿这笔钱再投资时，收益率便不如以前了。而那些持有到期债券的投资者，不但享受不到涨价的好处，再投资时，照样要接受较低的利率水平。反过来看，逢到熊市的时候，新发行债券的利息收益会增加，而早先发行的债券价格就会看跌。

大体上讲，债券持有者欢迎低利率、高价位的情况，而这通常意味着经济大局的不景气。因为债券投资者高兴见到经济大局中令人不安的征兆，所以葛罗斯把他们叫做"投资场上（食腐）的兀鹰"。凡能引起利率下调、债券价格上涨的消息，在债券市场上都是受人欢迎的好消息。"我们赚钱靠的是经济上的不利消息，低经济增长率啦，低通胀率啦，等等，"葛罗斯说，"一般说来，我们想要一个没有快速增长的经济环境。"低利率对发行债券的一方也是好消息，还有那些想参加房屋按揭的人，他们当然也喜欢低利率。

葛罗斯有一种不可思议的绝技，即特别善于识别债券市场上的种种信号。除此之外，说起公司取得成功的原因，这位 PIMCO 的创始人又开出了一个长长的单子：纪律性、勤奋、有见识、运气好、慎重而不乏冒险精神；同时也仰仗公司始终如一地贯彻执行了一个英明的投资策略。

除此之外，在 70 年代初期加利福尼亚的房地产热当中，葛罗斯也表现出了一位优秀企业家的风范。他曾亲自出马，排了一天半的长队，取得了一块地皮的开发权，然后，转手把它卖给了出价最高的人。还有一次，他竟举着一块标语牌，独自站在一家煤气供应站前示威，抗议他们所提供的糟糕的服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，当债券市场真正发展起来以后，葛罗斯和他率领的团队痛苦地发现，太平洋共同保险公司取得了巨大的收益，可是，他们自己拿到的却极少极少。为此，葛罗斯冒着失业的风险，找到了自己的上司。“我还记得，”雷科夫回忆道，“比利对我说：‘我要走了。我这一去，也许会丢掉饭碗，也许能争回一个新公司。’我等啊等啊，他终于来了电话，说：‘我们有新公司啦！’”

锋芒毕露

葛罗斯承认，自己有铁石心肠的一面，至少在他年轻的时候是这样。在生意场上，他惯用的手段是令其他券商彼此争斗，重演鹬蚌相争、渔翁得利的好戏。许多别的券商也常常这样做，但PIMCO凭着它的规模优势，下手比大多数人都狠一些。“他做起生意来实在厉害，还价时毫不留情，把你的利润压得极低极低。”作为葛罗斯的首批客户之一，雷科夫的话可以说具有一定的代表性。如果市面上的价格在某一水平，葛罗斯通常会再压一档买入，以大幅提高己方的收益。面对着PIMCO这样财大气粗的公司，交易对手不得不权衡利弊，是否应当采取薄利多销的手段，免得失去日后打交道的机会。

不过，葛罗斯无论怎样软硬兼施，都做得不失风度——那些试图模仿他的竞争对手们却总是拿捏不好这个分寸，其结果也往往是灾难性的。“别人都没有比利那么高超的技巧，”雷科夫说，“他可以本能地感觉到，凶到什么程度才算恰到好处。而别人凶起来，只不过显出了自己的卑鄙刻薄而已。这些人还以为，他们有资格在华尔街上颐指气使，随便欺侮别人呢！”结果，葛罗斯总是能以低得诱人的价钱谈成生意，令那些手腕笨拙的竞争者根本无法望其项背。

葛罗斯刚进太平洋共同保险的时候，还策划过一个厚脸皮的计谋，可惜没能成功。为吸引公司高层领导的注意，他特地搞到了一个显眼的车牌照：“BONDS1”——意思是“债券一号”。每天，他都把车泊在离董事长的车最近的地方，至少是尽可能地近，希望有一天能因为这个了不起的车牌和董事长大人搭上话。然而，好几个月过去了，却没有一个人搭理他。这可太令人失望了。终于有一天，一个在附近超市工作的妇女找到了他，求他帮忙凑足她儿子的保释金！[1]

①保释金用英文讲是 bail bond。那妇女看到葛罗斯车牌上的 BOND 字样，才找他帮忙。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



葛罗斯极端争强好胜的脾气并不光表现在生意场上。戴蒙·鲁尼恩的小说里，曾描写过一个赌徒，一天到晚只想着赌，甚至看见天下雨，他也想赌赌哪个雨点先落到窗棂上。说起葛罗斯的争强好胜，其深入骨髓的程度和小说里写的那个人也差不多。无论做什么事，他一定要做得最好、最早、或者最快才行。自 1993 年 4 月以来，一直担任 PIMCO 首席执行官的比尔·汤普森说：“他这脾气呀，我从认识他以来，始终都在领教。”他们常去乡村俱乐部开会，会议结束后，大家出去玩高尔夫球，放松放松。“我们手里拎着短球杆，拿着球，往草地那边走。我告诉你说，每逢这个时候，葛罗斯必定要站到离球洞最近的地方。要是别人不答应，他会气得发疯。至于最后赢多赢少，他是并不在乎的。”葛罗斯就是这样的人，就连他的妻子苏也说：“你只消对他说一句：‘咱们比比，看谁先跑到高速公路那儿！’然后你就等着瞧吧，他肯定会早早地等在指定的地方。”

葛罗斯对人的心理有着深刻的洞察，这使他应付激烈的竞争时更显得游刃有余。汤普森说：“人的因素包括两个方面：第一，了解我们每天打交道的人——主要是华尔街上的各色人等，还有投资圈内的人——他们的思维方式、观念的来源、他们行事为人的动机、头脑中的偏见，以及他们在记忆和推理过程中侧重在哪些方面。这非常重要。第二，笼统地讲，理解人类及其对事物的反应，这也相当有助于我们测度市场心理态势。比尔长着一双透视人心的眼睛，无论是美联储有什么动向，或是动量投资者准备搞什么名堂，他一看就清楚。他有本事透过现象看到根本——从而采取明智对策，不受个人情感和从众心理的支配。我发现，他想问题的方式非常独特，很少有人能比得上。他了解别人都怎么想，但他的角度却与众不同。我认为，这说明他在洞察人心方面具有了不起的直觉。”

鳌虾和蝾螈

自信、目的明确、善于透过表面的喧嚣芜杂看清本质——葛罗斯身上所有这些优秀的素质，都要追溯到他的童年时代，可以到他家乡那条美丽的小溪边去寻找根源。葛罗斯生长在俄亥俄州的中城，城里有一条名叫巴特勒的小溪蜿蜒流过，是小孩子戏耍的天堂。葛罗斯后来写道：“在孩子们的心目里，巴特勒溪就代表着鳌虾和蝾螈，代表着无数美妙的乐趣，给人带来五彩缤纷的梦。”

从中城到纷乱嘈杂的债券市场，这当中有一条漫长的路要走。但是，在巴特勒溪边学到的那些简单道理，在 PIMCO 也同样起着重要的作用。“在这一行中，常识是顶顶要紧的，”葛罗斯强调说，“有智慧固然好，肯努力也不错。但是，如果缺少了常识，你必定会赔得一干二净。”有了常识，加上智慧和努力，你就有能力辨明即将发生的变化。而这种能力将带给你“希望中的回报”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场上一个常识性的道理就是，要利用短线炒作者、特别是对冲基金所制造的“杂音”。“多年来，我们已经发现，不必理会大盘误导性的波动。没有主见的、业绩差的投资管理人往往被这种波动吓退，而我们不管它，总会得到满意的结果。”事实胜于雄辩。例如1994年，利率没有按葛罗斯预言的那样变化发展；但是，这一挫折并没有让他惊慌失措。凭着坚强的耐力，加上出色的高回报国际投资技巧，葛罗斯所取得的收益远远超出了可能的损失。

为了加强对人类、对市场的洞察力，葛罗斯平日里博览群书，从保罗·约翰逊的《现代的诞生》等经济史读物，到约翰·厄普代克的小说等社会学、文学类书籍，以及各类书评，他都极感兴趣。“这些种类的书，”葛罗斯说，“能增加人的思想深度，刺激你投资的热情。你需要了解历史，需要了解人。”

所有这一切，都是投资过程的一部分。在葛罗斯看来，投资可不仅仅是预见大盘涨跌那么简单，它是一个极为广阔的领域。“我是从概念性的角度进行理财的，”葛罗斯说。为了锻炼自己，他曾经跑到拉斯维加斯的赌场上整整泡了五个月，专玩“二十一点”牌戏，“我认为，投资的时候要把人的性格和心理因素考虑在内。正是在这些因素的作用下面，才会引发大盘的牛市或熊市。把握住这个方面，再加上对过去一段时间经济情况的分析，并综合考虑到政治因素（如柏林墙的拆除）和全球资本的流动情况，以及你对自己的认识，经过一段时间下来，你必定会取得优异的回报。”

虽然偶尔运气差些并不会影响到长远的成功，但葛罗斯坦白说，自己多少也有一点迷信。他说：“幸运币这类玩艺儿总能吸引我的目光。”每天早晨，走进交易室后，他按控制键的顺序从不改变。他怕的是，不这么做，就会把市场的秩序打乱。在他的办公室里，墙上总是挂着两个骰子，亮出的一面设为七点或十一点。他时不时地把它们拿下来，掷着玩玩——不过，每次若不掷出七点或十一点，他是绝不肯罢手的。如果哪一天扫地女工把他这宝贝骰子碰得翻转过来，而正巧大盘又跌了，那他心里就会很不舒服，总怀疑这里面有什么联系。他说：“尽管我们凭着智慧和头脑在不断地努力，但在这一行、或者任何一种行业里，运气都是不可或缺的。这两只骰子就能增加我的运气。”

顶风抛锚

如果操作得当，债券可以成为投资人在不走运时的避难所。在狂风骤起的海面上，为了保护船只的安全，船长往往命令水手们顶风抛锚。而在这充满不确定性、风险巨大的投资市场上，债券投资应当像顶风抛锚一样，成为有利于资产保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的保障性手段。葛罗斯宣称："能提供长期、稳定的收入，这便是债券市场的价值所在。"如果投资股票，股息收入和资本收益加在一起，总的平均回报率一般都会超过 12%。而长期算来，投资债券的总收益率则很少超过 8%。但葛罗斯告诫投资者们，不要太贪心，也别太胆小。股市的钟摆总会摆向中央——这是不可避免的规律。1996 年和 1997 年，大盘已连续两年走高；到本书写作的期间，许多股民已经认定，股市已再无攀升的余地，眼看便要下跌了。

葛罗斯认为，每个投资组合当中至少应当包含几种债券。债券投资可以提供固定收益，适合退休人员或者为某种特定目的而积蓄钱的人。比如，预备大学教育经费、养老金、购房置业经费，等等。葛罗斯建议说："如果你在为什么目的存钱，追求投资的稳妥，那么，债券就是一种适当的选择。因为它能提供固定的资金流入。"

关于投资的比例，曾有过一个古老的算法：用 100 减去投资者的年龄，得数是几，他就应当把投资总额的百分之几来投资证券。按葛罗斯的说法，这种"循规蹈矩"的划分方式最适合 40 岁到退休年龄之间的投资者，超出这个范围，就不见得适用了。据他估算，人在 25 岁左右的时候，如果不是急等着用钱，就应当把全部资产的 90%用来炒股票；而那些 70 岁往上、需要现金收入的人，他们的投资组合中，90%的比例应当放在债券上。年纪再大些的人，可能更关心遗产税的问题，而不太重视收益的多少了。这时候，持有股票、债券的比例高些，有助于减少继承人的纳税额。

新的风险

正当职业债券管理人当中的精英们热衷于搏击通货膨胀这个对手时，华尔街的投资银行家们又推出了越来越多的新型投资工具。五花八门的新品种，复杂得令人眼花缭乱，它们各自的风险水平也都不一样。过去，人们掏钱购买政府发行的公债，根本用不着担心发行人的偿还能力；还有一些实力雄厚的大公司也发行债券，它们倒闭的可能性也微乎其微。可现在不同了，出现了这么多的债券品种，投资债券的风险也大大增加了。

首先出现的是浮息债券。购房者大都知道，有一种按揭方式，它的利率是随着普遍利率水平的变化而上下浮动的。浮息债券也与之类似，它的利率水平通常以某个固定的指标作为基准——在美国，一般是以美国财政部发行的同期国库券利率为基准，而公司债券则常以伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）为基准。由于公司债券的风险性大于政府担保的债券，其发行人为了吸引投资，必须留给投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者更大的获利幅度，以弥补对方所承担的风险。这个差额叫风险溢价，其幅度一般是百分之零点几。

后来，又出现了所谓的“垃圾债券”。这主要应当归功于米歇尔·密尔肯的远见卓识——是他看出，新兴公司有可能冒着倒闭的风险，向投资者提供高额利息。也是这个密尔肯，他向投资界说明，那些一直被排斥于公司等级评定系统[1]视野之外的小公司，其倒闭风险并不像以前人们想像的那么大。从此，债券投资者们才开始关注起这个类别的投资工具。

作为从属债务人，在发行公司不幸倒闭时，垃圾债券的持有者更容易遭受损失——在破产清算中，他们必须排在优先债务人后面，等人家先取回自己的资金，然后才轮到他们。而排在他们身后的，是股票持有者。[2] 不过，在丰厚收益的催动下，加之意识到这类企业倒闭的风险并不像以往想像的那样大，投资者便纷纷改变了原来的观念，关注起垃圾债券来。80 年代初，垃圾债券还处于无人喝彩的境地；此后的十几年间，随着银行利率的降低以及企业并购成风[3]，这个市场已经得到了蓬勃发展。

“密尔肯开拓了一个新的投资范畴，并把它发展成了资本市场上一个生气勃勃的部分。”葛罗斯评价说。他认为，密尔肯后来的失败是多种因素综合作用的结果，而不应该仅仅归因于华尔街对他的敌视——在投资圈内，人们对于垃圾债券的出现，起初往往持怀疑和嫉妒的态度，后来差不多发展成了恐惧和憎恶。“但是，多年来的事实证明，所谓的垃圾债券确实是小公司募集资金的极好手段；而且，从投资者的角度看，只要买入的数量合适，利率水平又恰当，也不失为一种不错的投资途径。”

早期的垃圾债券发行商喜欢宣扬自己的信用等级有望提高。假如这一许诺真能实现，那么投资者取得的回报就会大大高于同等风险水平的其它证券。一般地说，高收益的证券理应取得高价位。但投资者没有意识到的是，公司信用等级提高之后，还存在一个提前赎回条款[4]的问题：按照这一条款，成功的发行人有权在债券到期之前以事先规定的条件将其赎回。这样一来，投资者就不能按原来设想的那样，到期连本带息一并兑付了。另一方面，投资垃圾债券的风险却没有减轻：如果发行公司经营失败，

①在美国，开展企业等级评定的投资服务商主要有两家：穆迪公司（Moody's）和标准普尔公司（Standard & Poor's）。他们评定企业好与坏的依据是：(1) 债务信用评等（Debt Rating）：对特定债务而言，评估债务人依约准时还本付息的能力。(2) 发行人评等（Issuer Rating）：对一个企业履行财务承诺能力的整体评估。具体的评定共有三等九级。其中，A 等被视为最佳，投资风险也最低；B 等被视为良好，投资风险中等；C 等最差，投资风险也最大。（译者注）

②按规定，在进行清算时，债券持有者的受偿顺序按债券的等级排列：有担保债券优先，普通债券次之，从属债券再次。而股票持有者的受偿顺序又排在从属债券之后。（译者注）

③一般而言，发生企业并购时，被购公司在证券市场上总是行情看涨。（译者注）

④提前赎回条款允许发行公司在债券到期前赎回债券，这显然是一条有利于发行人的规定。但发行人通常须付给债券持有人高于债券面值的价格，才能将债券赎回。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者手中的高息债券可能会真的变成一堆毫无价值的垃圾。这样的风险足以抵消前面说过的高息诱惑——正是考虑到风险太大，葛罗斯才轻易不肯染指垃圾债券。再说，垃圾债券市场由密尔肯的德莱瑟（Drexel Burnham Lambert）公司独家支配着，令葛罗斯更无法放心入市了。

"我们起初没向垃圾债券投资，"他说，"即便是现在，也没有实质性地参与。"固定收益投资者们看到垃圾债券的高收益，再也按捺不住获利的渴望，强烈要求葛罗斯把收益率提高到13%～14%以上。令他们感到宽慰的是，葛罗斯此时又出其不意地转了向，率领PIMCO积极投入到蒸蒸日上的住房按揭业当中。每只住房按揭债券重新整合了数以千计的普通购房按揭方案，向寻求投资回报的各方发售。为这些住房按揭债券提供信用支持的，一个是美国政府国民按揭协会，一家半官方性质的机构，俗称基尼梅（Ginnie Mae）；另一个是美国联邦国民按揭协会，俗称范尼梅（Fannie Mae）。各家发行商所推出的住房按揭债券，其风险和回报水平彼此间相差极大，但利率都很高。葛罗斯坚信，住房按揭债券的风险并不像人们所担心的那么高，而银行利率的下调也必须抬升债券的价格。于是，他买入了大量住房按揭债券，获得了极为丰厚的收益。

债券字母汤[①]

继垃圾债券和住房按揭债券之后，新的债券品种不断涌现。由于名目繁多，人们便用它们的起首字母作为代称，什么PIK、LYONS、STRYPES，等等，看上去俨然是一锅"字母汤"。从各种美国政府债券、信用卡应收款等主要获利品种之下，派生出五花八门的衍生债券，或称固定收益投资方式。发行商借这种手段来对抗利率上涨的风险；而投资者则想由此大幅增加利息收入。1985年时，衍生债券还不为人知，然而10年以后，在投资者们狂热逐利的喧嚣声中，它已发展成了一个不折不扣的庞大市场。

美国政府发行的债券中，有一种被投资者称为"零息票"的长期国库券，其特点是期限长（10～30年）、到期之前不偿还本金，也不支付利息。但是，投资者只要有足够的耐心，最后总

①从前，美国有一种罐头汤，名叫"字母汤"，就是普通的菜汤加上切成ABCD等字母形状的细面条，用来吸引小孩的兴趣。此处指各种不同类型债券的英文字头缩写。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能获得相对较高的收益。这种债券在市场上十分抢手，在大量需求的刺激下，产生了一个蓬蓬勃勃、购销两旺的二级市场。由于投资者们对衍生债券的胃口大得惊人，现金紧张的公司们受到了极大鼓舞，他们在 80 年代末又开始发行一种新的债券，叫做“实物支付债券”，简写为 PIK。所谓“实物支付”，就是投资者所收取的利息不是现金，而是同种的债券。还有许多新推出的债券品种，名称更是古怪，光看英文简写名称，你简直猜不出它们是什么意思。这些新品种的债券，一般是可转换①、可赎回、可交换②、具有从属性的。于是，就有了下面的“字母汤”：LYONS（流动收益期权③债券）、STRYPES（结构性收益可转股债券）、PRIDES（优先可赎回股利增益型债券）以及 FELINE（弹性股票挂钩④可交换债券），等等。

当华尔街开始推出债券期货这种交易时，葛罗斯满腔热忱地拥抱了新的期货市场。PIMCO 公司甚至还到处免费赠送宣传 T 恤，上面印着“买期货、买明天”。在债券市场的盛衰浮沉中，多少竞争者都被淘汰掉了，但葛罗斯却始终屹立不倒。他的生存哲学是：从不停止交易。据观察，不管什么时候，葛罗斯都不间断买进。他总是在做交易，而且永远那么热情洋溢。

你也许觉得债券市场上品种浩繁，难以把握。但葛罗斯一再指出，美国国内的债券市场“实际上并不那么神秘”。归结起来，美国国内纳税人可以投资于债券市场的三个领域；再加上外国发行的债券，又构成了第四个领域。

1. 政府债券。每当政府或联邦机构由于资金短缺而发行数十亿规模的债券时，类似 PIMCO 这样的公司全都争先恐后地认购。PIMCO 所买进的债券中，大部分都是为弥补联邦赤字而发行的公债。

2. 公司债券。当一家公司决定筹资建新厂或并购另一家公司时，他们便有可能发行公司债券。他们和美国政府不一样——政府可以印刷钞票来还欠账，公司就免不了有倒闭的风险。

3. 住房按揭债券。这种债券的发行人实际上是买房人——借方是他们，将来还本付息的也是他们。当然，单个的住房按揭计划在资金规模上并不起眼，但成千上万个这样的计划合在一

①这种债券在一定条件下可以转换为发行人公司的股票。（译者注）

②可交换债券兼有债券和期权的双重特点。其持有人可在既定时间内，按照既定的比例或价格把它交换成发行人持有的某种既定的股票。（译者注）

③期权：又称为选择权，是指一种合约，持有人凭此有权在某一时间内，以协定的价格，向卖方购买或出售一定数量的某种证券，而不论此时该证券的市价高低。（译者注）

④指债券利息与特定股票价格连动。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起，需要的投资额就是惊人的数目。多亏政府相关机构出台了“按揭证券化”政策，投资者的积蓄才找到了新的投资渠道。

4. 外国发行的债券。在 PIMCO 的投资组合中，此类债券占有的比例正逐渐增大。其中，来自新兴市场的公司债券收益相当地高——1996 年，连行市正旺的美国股市这一块也落在了它的后面。

新品种债券的涌现，在带来新风险的同时，也带来了新的机遇。在一片混乱当中，即便职业人士有时也难免失去恰当的判断。比尔·葛罗斯认为，一个顶尖的债券管理人，必须身兼三职：1/3 是经济学家，能够认清——或自以为能认清——利率的升降趋势；1/3 是数学家，因为债券在本质上就是一种数学产品；另外 1/3 呢，则应当是精明的商人，因为每笔债券交易都有买方和卖方，并且，你在打电话谈生意的时候，电话线另一端的那个人，多半是想从你身上赚上一笔的。

葛罗斯的经营秘籍

葛罗斯警告大家：今日的投资者，他们所犯下的最严重的错误，就是过分追求高利息。高息收入往往是个诱人的陷阱。投资者被其诱惑，忘记了应有的戒备，直奔利润而去，就像贪吃蜂蜜的熊。不妨想想看，从 1982 年华盛顿州公共能源供应公司的倒闭，到 1995 年的橘郡事件[①]，以及无数起初看来并无不妥、最后却落得惨败的投资——前车之鉴，令人不能不动容。“我的经营方针是，甘冒适度的风险，以便为我的客户获取足够的利润回报，”葛罗斯说，“但是，这风险系数不能太大，不能令他们倾家荡产，连农场都卖掉。也许，他们不得不卖掉个把户外厕所，但绝不至于卖农场。”

葛罗斯衡量投资成功与否的标准，不仅是利息高低，而是更看重投资的总收益，即利息收入加上债券本身价值的变化。对于那些本身信用品质不佳、单凭高利率来吸引买主的衍生债券，他总是怀着一份戒心。“我们从不买入那种没人要的货色，那种人称‘洗碗池债券’的衍生债券，”葛罗斯说，“我们实行的是长期、保守的战略，目标是从长远的角度击败市场——这可是我们

①指加州橘郡政府所属的橘郡基金，在 1994 年采用杠杆操作法进行衍生债券投机，结果导致灾难性后果，该基金被冻结，橘郡政府不得不向法院申请破产保护。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的机密哟。”

葛罗斯还尽量避免所谓的“杠杆式操作”，即投资时自己只出一小部分钱，而大部分资金则靠借款支付。举债经营的好处是，假如一切顺利，投资者可以获取丰厚的回报；但是，万一遇到行情不顺，就可能全赔进去。在他职业生涯的早期，葛罗斯曾亲身经历过一次这样的挫败。那是在 1968 年，他借了 4.5 万美元，加上自己的 5000 美元，统统买了债券。他指望着利率水平会下跌，而债券价格能涨上去；可是，行市的发展偏偏不按他预想的来，利率涨了，债券价格反倒跌下来。就这样，不到一个月工夫，葛罗斯眼睁睁地看着自己的 5000 美元本钱全都蒸发掉了。5000 美元的损失还算有限，若是现在，恐怕赔得就更惨了：一次错误的投资决策，也许在转瞬之间就能吞掉 5000 万。

在这样的形势下，葛罗斯驾驶着 PIMCO 这艘巨轮，小心谨慎地前进着。他的目标听起来可能不太有气魄：每年都比债券市场的主要基准指标超出一个百分点。一个百分点确实不多，但要知道，在债券业中，能够年复一年达到这个目标，就算很了不起了。一年超出 1%，累积 10 ～ 15 年，总的收益就超出大盘平均收益水平的 15%～ 20%。以 PIMCO 这样大的规模，今后 10 年间以 20%的优势击败市场，就意味着数十亿美元的收入。其实，早在 1986 ～ 1996 年这 10 年间，PIMCO 的业绩已经达到了这个水平。

葛罗斯眼中的世界

从 PIMCO 每月写给客户们的经营通报当中，我们可以窥见葛罗斯对于影响债券市场的各种因素的看法。在 1996 年 11 月的通报中，他写道：

“在债券市场上投资，要注意的事项很多，其中包括：(1) 关注经济增长的态势；(2) 要警惕通货膨胀；(3) 留心外国投资者的动向。这一点不可忽视，正是由于这方面的因素，最近市面上才会不太稳定——至少，各种经济媒体已经骚动起来了。而我本人一听到这个话题，就会热血澎湃，心跳加剧…… 流行的说法是，美国利率持续在低水平上徘徊，这主要是外国投资者大量购买美国公债的结果。在美国政府发行的所有债券当中，外国人拥有的份额占到了 30%；更有甚者，在过去两年中，美国联邦政府的财政赤字几乎 100%是靠外来投资弥补的。人们不禁满怀疑虑地问：‘如果没有这些外国人，我们将会怎样？’答案也许是，长期公债（30 年期美国公债）的利率将徘徊在 7%～ 8%左右。情况真的是这样吗？难道我们的利率涨跌，真的仅仅取决于这些陌生人是否发慈悲？

“我不这么认为。其实，应当说他们更依赖于我们美国的国内经济决策才对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为什么这样说呢？我很乐意给大家解释一下。实际上，一个国家每年的预算赤字大小，直接反映着这一年该国对外贸易逆差的大小（至少在美国是这样）。而后者又总是对前者进行弥补的资金来源。简单地说，因贸易逆差而流出的钱，会以公债投资的形式回流到美国，弥补了联邦政府的预算赤字。之所以说得这么肯定，是因为美国公债的信誉好，外国投资者要想把挣来的美元投放到安全的地方，除了买进美国公债以外，可选择的余地极小。无论什么时候，只要美国消费者购买的外国产品比美国公司出口的产品多，就必定有美元重新注入美国的资本市场。在自然界，鲑鱼有一种洄游的特性，它们年年逆流而上，回到自己的出生地去产卵；与此相似的是，我们的美元在国外转了一圈，最后也照样会回来的。而且，这些回归的美元几乎无一例外地会投资在美国国库券或长期公债上面。"

在这些经营通报当中，显露出葛罗斯性格中深思的一面。他时常在预言通货膨胀发展趋势的同时，附带地道出自己对某一本书、某部影片，或者人际关系某个方面的思索。1996 年 5 月，正当灾难片《龙卷风》火爆上映之际，葛罗斯写道：

"影片里描写的气象学、龙卷风预报这些事情……我看了真觉得很希奇。在我的亲身经历当中，冷锋与暖锋的交汇完全是另一副情形。那通常发生在寒冷的二月夜晚，当我妻子睡下一刻钟后，我也爬上床去。当我用冰凉的脚趾碰上了她那焐得暖呼呼的脚趾头，这下子所激起的暴风骤雨，可比中西部平原上任何一次龙卷风都来得猛烈！等到尖叫声平息以后，她又会唠唠叨叨，第一千零一次地质问：在我们的结婚誓词当中，可有哪一条规定，说她有义务为丈夫充当人体热水袋？此时此刻，我心里就明白了：我永远也弄不懂什么气象学，也同样不可能真正了解女人。"

葛罗斯总是在讨论投资者关心的问题时，信手写来，插上一段类似的个人话题。上面这段话，也是正事之余的闲谈。具体地说，那篇通报所讨论的中心问题是：经过前一年春天以来债券价格的暴跌，今后债券市场的走势将会如何？无论如何，葛罗斯在文章最后总算是绕回到正题，发布了葛罗斯版的债券市场天气预报：风暴即将过去，未来一段时间将会是天气晴好，艳阳高照。后来的事实证明，葛罗斯的预言完全正确。

自我约束最重要

有时候，葛罗斯会在经营通报中直截了当地表明自己的人生态度。他时常强调的是：人必须有足够的自制力——这也正是他为人处世和投资当中最显著的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点。在 1996 年 4 月的经营通报中，他提到了棒球裁判约翰·麦克谢里[1]的猝死事件，拿这件事和卡夫卡小说《饥饿艺术家》[2]中的情节做了对比。从他的字里行间，我们可以看出，葛罗斯对无法控制自己食欲的人很是不以为然。文中说道：

"瞧瞧吧，一个是停不住、止不住地吃，另一个却咽不下任何东西。然而，他们的故事不仅仅与吃东西有关，实质上，这里面牵涉到一个生活态度问题：我们做事的动因是什么？我们干什么或者不干什么，都是出于什么原因？我们成为现在这个样子的人，又是什么原因？按莎士比亚的说法，这一切并不是由于星宿的安排，而是取决于我们自己。我认为莎翁说得有理——我，一个体重 175 磅、意志力坚强的男人，就是这么看的。但是，从另一方面讲，我们到底是什么？我们这团血肉之躯，在它生成的早期，全靠父母的精血基因，我们自己并无一丝一毫建造之功；到后来，又在周围环境的影响和塑造之下，长成了现在这个样子。除去上面所说的这些因素，我们自己在塑造自我的过程中，又能起到多少作用？难道我们只是会走路的食物研磨机不成？或者更高级一点，是一些有意识、能移动的计算机？《时代》杂志 1996 年 3 月的封面上赫然问道：'机器会思考吗？'我想，如果答案是肯定的，那么它们可能就要提出一个针锋相对的问题：'人是机器吗？'实际上，现在的机器已经复杂、精巧到了前所未有的程度，人类所能做到的任何事，几乎没有它们不能做的。几个月前举行的国际象棋人机大战，胜利的一方不正是计算机吗？[3]人脑胜不过电脑？那么，在'我们'和'它们'之间，最根本的区别又在哪里呢？《时代》杂志给出的答案，似乎是说这区别在于人类有意识。我们能'感知'外部世界，而电脑不能。但是，即便这种说法有理，我也认为这还不够。谁愿意当一架知道自己是机器的机器？谁愿意作为一个被预置了程序的机器人，在地球上走来走去，却缺少了关于它最终命运的指令？在我看来，我们人类之所以不同于其它生命物体，就是因为我们拥有自由意志。如果没有它，生活就仅仅是一场没有意义的游戏。除非这个世界上的'麦克谢里'们能够停止滥吃，而'饥饿艺术家'们能够开始吃东西，否则我们还有什么必要在这里讨论人生呢？"

①约翰·麦克谢里（John McSherry, 1944～1996）：棒球裁判，体重 328 磅。1996 年 4 月 1 日，他在辛辛那提市河岸体育场执法新赛季开赛日的比赛过程中，因心脏病发作猝死于球场。（译者注）

②《饥饿艺术家》是奥地利著名作家卡夫卡（Franz Kafka 1883～1924）的一个短篇小说，故事主角是一个职业绝食表演者。（译者注）

③这里指的是 1997 年国际象棋大师卡斯帕罗夫对计算机"深蓝"的七局四胜制人机大战。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就葛罗斯自己而言，他的打算是活过100岁。“一年前我就年过半百了，”1995年时，他对记者说，“当时，我下了个决心，一定要再活上50年。”他坚持运动——慢跑、骑自行车，而且，午饭从不超过半块三明治。“我每天慢跑，已经坚持20年了，”他说，“并不是说我喜欢慢跑，我有意识地花时间去锻炼身体，无非是为了健康，这样，我就可以——（1）不拖累家人；（2）有能力继续从事我的职业，想干多久就干多久。很多人因为身体欠佳而不得不退休，也有的得病死掉，这种事我见得太多了。我却想再干上个三四十年，看看这债券市场在21世纪到底会变成什么样子？”

葛罗斯的妻子苏说，他是一个受习惯支配的人。从周一到周五，他的早餐食谱从不更改，永远是提子麦片、香蕉、果汁和咖啡。不到晚上六点钟，他一滴啤酒都不沾唇；到了时间，他也只喝两瓶。“哪怕只差一分钟，”苏说，“我们都不会破坏规矩。”另外，葛罗斯每天锻炼身体，还可以从心理上控制和调整工作带来的压力。

坚持到底

对葛罗斯来说，自我约束是件很自然的事。据他自己说，他在16岁时，为参加学校里的篮球队，就曾经连续四个月进行严格的节食。节食前，他身高5英尺10英寸，体重139磅，并不算胖；到节食末期，他已经瘦得只剩下109磅，真称得上是“骨瘦如柴”了。葛罗斯一再声称，自己并没得厌食症，只不过是“犯愚”而已。就在不久前，他又一次表现出了同样的意志力——那件事发生在他长跑的过程中，他本来打算在六天里跑上相当于6个马拉松赛程的距离，谁知却出了意外。“我喘着粗气，挣扎着一步步往前跑，整个跑步的过程已经变成了一种不可理喻的、明明白白的自虐；尤其是到最后两英里时，我的肾脏破裂了，不断地流着血，实在痛苦极了，”葛罗斯这样描述着当时的情景，他说，“这是我第二次‘犯愚’，但我不是受虐狂。我的目标是，用6天的时间，沿着海岸跑完从金门大桥到迦密市之间150英里的路程。我终于坚持到底，完成了我的目标，靠的就是‘对疼痛说不’的意志。”

要想在债券市场上长期取得成功，也需要这样不屈不挠的意志力。不过，这其中的痛楚却不那么撕心裂肺。“在这一行里，自我约束就意味着坚持一个长期的战略方针。这并不是说，这个方针是铁板一块，绝对不可有变更。但你不能听命于一时的心血来潮，立场不稳。不然的话，你很可能做出在底部抛出或在顶部买进的傻事来。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每时每刻都少不得自我约束。美联储的每一次利率调整，都会刺激到各大银行的运作，从而带来债券价格的波动。据葛罗斯介绍，一般情况下，这种波动幅度绝对不会超过 1%；然而，在某些极端情况下，债券价格也可能在一天之内上升或下跌 3%——如果道·琼斯工业平均指数为 6500 点，那么 3%的涨跌幅度就相当于上升或下跌了 200 点。

尴尬时刻

葛罗斯并不总是一帆风顺。人的事业就是这样，有浪尖就有低谷，谁也免不了。在证券业中更是如此。他的低潮期短则几天、长则一年半载，无法振作起来。比如，当 1987 年股市暴跌时，连葛罗斯这么有主见的人竟然也蒙了。"看着跑马灯上的即时行情，我简直惊得目瞪口呆，"他回忆说，"行情那么异样，弄得我一时竟回不过神来，没意识到股市如此暴跌其实是债券业的一个绝好机遇。"起初，他也没想到美联储会拨出大量现金来救市。"第二天，债券市场便从震惊状态中恢复过来了。但是，我在第一天确实是被突发局面搞昏了头，失去了应有的观察判断能力。"

1994 年，葛罗斯的信心又承受了一次考验。那一年，债券市场又逢一个漫长的熊市，是 70 年来最糟糕的行情。12 个月间，30 年期债券的利率从 6%急剧攀升到 8%的高水平，而这些债券本身的价格则跌落了 25%。动荡的局面持续了一年多。葛罗斯说，那段时间可真够人受的。"我总在清晨三四点钟就醒来，问自己说，今天又会出什么问题呢？而第二天坐到交易台前的时候，我总会发现，自己的预测简直丝毫不爽。"面对这样的挑战，葛罗斯依然没有放弃，他坚信，利率水平迟早会降下去，债券的价格还会涨起来。在他的率领下，PIMCO 坚定不移地沿着既定的方向前进。苦守到最后，市场终于转暖，证明葛罗斯的判断是英明的。

葛罗斯之所以这么自信，一个原因是他熟读人口学统计数字。"作为一个投资者，我必须了解一件事，那就是未来的投资环境。如果行情不好，弄得我实在没事可做的时候，我就想看看人口学的统计数。我想从中了解的是，在未来一年到两年期间，将有多少新的家庭组建起来，对房屋的需求量大不大，还有，劳动力市场的情况将会怎样，就业压力大不大。所有这一切因素综合起来，就会影响到通货膨胀的走势，影响到财政赤字幅度，以及商品市场供求关系，从而影响到债券市场上的行情。"

关于信用品质

一只债券对利率变化反应的敏感性，取决于两个因素：（1）信用品质；（2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



偿付期限。所谓信用品质，是衡量发行人依约准时还本付息能力的一个度量标准。而偿付期限则决定着投资者必须等待多久才能收回他们的投资。

在当今世界上，美国政府是全球最可靠的债券发行人。凭着它的完美信誉以及人们对它的信赖感，美国政府为它发行的债券树立起了"无风险"的市场形象。不过，大家不要忘记，100 年前世界上最稳妥的债券是哈布斯堡王朝[1]发行的！就算实在没有办法时，山姆大叔还可以加印钞票，以保证及时偿还债券本息。然而，所谓的"无风险"，仅限于发行人没有倒闭风险而已。在通货膨胀加剧时，投资于长期公债的人与所有的债券持有者一样，也会因当前利率的上涨而蚀本。只有那些偿付期在一年之内的国库券还算稳妥些，它们受通货膨胀影响较小，其原因就在于投资者可以在一年内收回全部本利。

在公司债券的范畴中，由大公司发行的"投资级债券"享有很高的信誉，但它们也不是全无风险的。就拿通用电器公司来说吧，它是制造喷气发动机和冰箱的大厂商，但它在亏本经营的局面下也维持不了太久，何况它又不是政府，不能自作主张印发钞票呢！

债券的偿付期长短决定着它的波动性。短期债券的期限多为一年或一年以内；一般把美国政府发行的短期债券叫做"国库券"。偿付期限 1 ～ 6 年的是中期债券，俗称"国库票"。而 7 年以上的就叫"公债"了。偿付期长达 20 年或 30 年的债券也不少见；不久前，还有几家公司发行了偿付期限为 100 年的债券。如前文所述，最早发源于荷兰的债券称为"永久债券"；期限与之相类似的，现在也偶有出现。与短期债券相比，这些期限超长的债券在通货膨胀来临之际必然受到更大的冲击，自不必说。不过，在一般情况下，偿付期限越长，债券的市场价值越高。在图表上，这种情形表现为收益曲线的缓步上扬。至于通货膨胀的影响，就其严重程度来说，15 年期债券和 20 年期债券的差别并不大，甚至还不及各种 10 年期以下债券之间的差别呢。

①哈布斯堡王朝：奥地利封建王朝，从 1278 年兴起到 1918 年一战结束时崩溃，统治期长达 600 多年。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥抱收益曲线

在信用等级相同的条件下，不同期限债券的收益率各不相同。以时间为横坐标、收益率为纵坐标，我们可以画出一个坐标系，每种债券的收益都是坐标系中的一点，各点连成的曲线就叫做“收益曲线”。虽然其中标有债券的偿付期限，但它并不具备预见未来的功能。它只是表明，在某一固定的时间点上，1 年、3 年、10 年、乃至 20 年期的债券，它们各自所对应的不同的收益率，以及彼此之间的关系。

收益曲线的形状，取决于投资市场对于不同期限债券的需求。通常，在偿付期的头几年，这个曲线大多呈陡峭上扬，说明不同期限债券之间的利差很大；而越到偿付期末尾，收益曲线的坡度就越小。当债券投资专家们谈到“收益曲线”时，他们所指的多半是无风险的美国政府债券的收益曲线。

通过观察政府债券的收益曲线，专家们可以判定当前债券市场的局势如何。不过，如果这收益曲线真像占卦人的水晶球那么灵验，那么所有的经济学家恐怕都要变成亿万富翁了。从现实角度来看，收益曲线的作用在于：投资者由此能看出自己所持的债券，与市场上同一风险水平的其它债券相比较，利率水平是高还是低。

假如投资者手里的债券利率低于市场上同类债券的利率水平，那么，当他卖出这些债券时，价格很可能要低于面值，最多不过是以面值出手。如果情况相反，他手中的债券利率比市场上同类债券的利率水平高，他就能指望以高于面值的价格出手这些债券了。如今，这种自我评估的机制已经得到了广泛应用，再加上有计算机的辅助，交易者往往在几秒钟内就能发现价格上有利可图的债券。结果，即便市场上真的有出价偏低的债券，那它也会在一眨眼的工夫里被人们抢光。

债券的面值一般是 1 000 美元，但在实际操作中，有时候是溢价发行、也有的时候是折价发行。在报价时，通常以面值为基准，报出的实际发行价相对于这个面值的百分数。比方说，你在报纸的证券栏目中看到，某某债券的发行价是 102，这说明它的发行价格比面值高 2%，也就是 1 020 美元。相反，如果一只债券的发行价是 98，则表示它的发行价比面值低 2%，即 980 美元。

中庸战略

葛罗斯介绍说，这些年来，PIMCO 取得了很大成功，一个主要原因是它的“中庸战略”——选择那些位于收益曲线中部、偿付期限在 3 年到 7 年之间的债券。位于这个区间的债券，从总收益上看，不逊于 10 到 15 年期的债券，又没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么大的风险。

一旦发现通货膨胀加剧的迹象，PIMCO 就会调整投资组合，换上些偿付期较短的债券品种，来抵御可能出现的贬值现象。而当利率水平很高，开始有下降趋势的时候，PIMCO 又会在投资组合中换上偿付期限较长的债券，以捕捉长期的高利率，同时又不错过可能的债券升值。

由于债券价格每时每刻都在随着通货膨胀的变化情况而调整，所以，债券市场的效率比股票市场高得多，很难找到质高价低的好买卖，而且，债券价格也极少出现戏剧性的暴涨。幸运的炒股者有时候清早醒来，发现自己的股票一下子翻了好几番，而投资债券就不大可能有这种好事——除非是发行公司面临危机，到了生死关头，它们的债券才会大幅折价卖出。发行公司的目的无非是为了尽早变现，以应付破产清算。投资者在此时买进，自然冒着天大的风险；不过，万一发行公司渡过了难关，东山再起了，投资者的收获也堪与股市暴利相提并论。此外，当某个国家经济处于崩溃边缘，也会发生与此相似的情况。1995 年，墨西哥发生金融危机，葛罗斯经过深思熟虑，决定冒险一搏，以相当于面值几分之一的低价大量吃进墨西哥政府债券。据他分析，这次金融危机的原因，并不是墨西哥无力偿还欠债，而是所有的欠账同时到期，令它一时间无法招架而已。墨西哥政府只需重新安排还债期限，就可以恢复它的金融秩序。事实证明，葛罗斯对局势的判断是正确的。在山姆大叔的支援下，墨西哥安然渡过了难关。PIMCO 买入墨西哥政府债券时，其市价仅相当于 30 到 40 美分；而一年后，这批债券的售价却翻了一番。在公司债券市场上，当大多数投资者对某一坏消息反应过度时，也可能出现这种大好的获利机会。

战胜庄家

葛罗斯宣称，他刚从杜克大学毕业时，曾经连续五个月天天进赌场，在“二十一点”牌桌前一坐就是 17 个小时。由此，他才磨练出在债券市场上取胜的必要技巧和自制力。“正是拉斯维加斯的这段经历，才把我这个俄亥俄州中城巴特勒溪边的贪玩小子领到了现在的位置上。”葛罗斯还对号称“二十一点之父”的埃德温·索普心怀感激——他写了一本著名牌书《战胜庄家》，葛罗斯就是从这本书中学得了分散投资的策略。“我是参照玩牌的道理来做投资的，”他说，“玩二十一点的时候，每当你抓到一手好牌，你就想多押些钱，但还不能孤注一掷，免得失利赔了老本。所以，我学会了分散下注。”他一直恪守着那条“赌徒的戒律”：下注时，永远不要超过全部赌本的 1/5。就算输了，也不会输得精光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，二十一点牌戏和债券买卖之间存在着重大差别。首先，一副扑克牌只有 52 张，每一张亮出的牌都说明下面少了一张同样花色的牌，所以，只要你肯计算，这里面还是有规律可循的。但在债券市场上就不同了，一只或几只债券价格的升降，并不能说明下一步会出现什么情况。但是，葛罗斯强调指出，二十一点牌戏锻炼了他的耐心以及稳定、持续投资的能力。偶尔，碰上手气特别不好的时候，他也会起身离桌，过一会儿再回来。“但是，当时我却没有意识到，按照我运用的算牌方法，一直守在桌边其实比中途离开更有利。”

据葛罗斯讲，在那五个月里，他的赌本从 200 美元增加到了 10 000 美元。但是，他实际上的收获并不像猛听起来那么多。按他花在牌桌上的时间平均一下，他每小时大约只挣到 3 美元，相当于当时社会上的最低平均工资。但葛罗斯说，他上赌桌的目的从来就不是为了钱：“我只想赢，取胜本身就是目的。”在那期间，牌桌上每天发生的情况，都有可供 PIMCO 借鉴之处。“我在 1966 年玩的二十一点牌戏，从实质上讲，就是一种系统性方法的长期运用。算牌的过程，就是试图把局面分析透，使之最大限度地有利于己方。同样的情况也发生在今天的债券市场上。只有用长远的眼光看问题，使出放长线、钓大鱼的手段，我们才能克服局面的不确定性，积累起长期优势。”

不管是在牌桌前还是在债券市场上，都要有长远眼光，要避免急功近利、孤注一掷的冲动。葛罗斯说，好的债券管理或投资管理，是一种长期运作，是马拉松，而不是百米冲刺。

这么多年来，葛罗斯再也没有玩过二十一点。最近，他到拉斯维加斯去过一次，那是因为他妻子的娘家住在那里。他去赌城看过一次驯兽表演，这算是离赌桌最近的了。债券买卖为他提供了所有的刺激和满足，他已经不再需要赌博了。

谈起债券买卖，葛罗斯说：“它是一场游戏。每天早晨，你一睁开眼睛，面对的都是和昨天不同的情况。你要对各种讯息进行过滤，把注意力集中到关键点上。当你真正沉浸于其中的时候，会觉得自己进入了游戏状态。有时输，有时赢，每天早晨都重新开始一次。这实在令人兴奋，让我总觉得那么年轻，那么有活力——屈指算来，已经 20 年了，我希望再过 20 年依然如此。这份工作真是太吸引人了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 资产配置法 九成胜算

世界上顶尖级的投资管理人赚钱的方法，不外乎这样两种：或者把筹码押在个别的证券上，或者投资于某一大类的资产。猜猜看：从长远角度分析，哪种方法取得的收益更多呢？

提示：高成长型投资和市场时机判断左右不了投资的长期业绩。

资产类别的选择和具体选股不是一码事。你要确定的是把资金投入哪个大的类别当中，譬如，美国政府发行的各种债券、德国股票、日本房地产，或是新兴市场投资，等等。这对你的投资收益影响很大。至于那些个别的投资项目，也许是某种五年期国库券，也许是杜塞尔多夫的一家镜头制造公司、横滨的一座办公楼……再么是某个能提供高息的尼日利亚低成本的棉花种植园——不管这些具体而微的项目收益多少，都不属于资产配置的范畴。

资产配置型投资的好处是：利用不同资产类别波动性的差异，超越那些决定投资业绩的一般性定律。忘掉什么“高收益必定带来高风险”的俗套吧！全球性资产配置模式着眼于投资组合的综合风险，而不是其中某一部分的风险大小。恰当的资产配置，能够合理地分散资产类别，既增加收益率，又不造成风险系数的相应提高——或者，在减少风险的同时，不至于降低收益。

资产类别的划分

“投资决策的关键是确定投资类别。从长期绩效来看，有 90%的投资成果来自成功的资产配置。”身为芝加哥布林森合伙公司（Brinson Partners）CEO 的盖瑞·布林森指出。布林森合伙公司乃是瑞士银行在美国的一家下属公司，其客户都是主营蓝筹股交易的机构投资者，它管理的资金总额达 1200 亿美元，投资于全球范围的各大资产板块，以寻求最优化的投资回报。主张资产配置型投资的人士坚信，一般投资者对资产类别的选择，根本没法和布林森的精密测算相提并论。当然，这只是他们的一面之词，很多人认为他们说得有些夸张了。不过，即便是最苛刻的批评者也难以否认，忽视资产配置的投资者往往无法取得满意的长期绩效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放眼全球投资市场，资产类别多到不可胜数，它们的组合方式也是林林总总，每一种组合的风险水平和收益程度也各有不同。总体来说，全世界可供投资的资产价值共约 43 兆美元左右，从低风险、低回报的美国公债，到高风险、高回报的新兴公司私人权益资本①，各种投资选择都摆在你面前，如同一桌丰盛的满汉全席。至于对市场的选择，资产配置型投资者都知道，最重要的是决定资产的投资方向和适当的比例搭配，这对收益的影响比选择具体的股票或债券品种大得多。

①私人权益资本：与股票、债券、金融衍生工具等公共资本相对的概念，指没有经过美国证券委员会审批登记的、在私人之间或金融及非金融机构之间交易的权益资本。包括"风险资本"和"非风险资本"。（译者注）

大手笔

目前，在全世界范围内，资产配置型投资管理人的队伍不断壮大；他们根据客户要求的回报率，以及每个客户对风险的具体承受能力，为其配置最优化的高收益、低风险的投资组合。从 20 世纪 70 年代末开始，布林森就开始致力于对这种投资法的探索、宣传和应用，是资产配置型投资领域的先驱者。鉴于他的杰出贡献，《财富》杂志在 1995 年将他尊为"全球资产配置之父"。除了布林森之外，还有不少投资业界的大人物也中意于资产配置。来自摩根·斯坦利投资公司的重量级投资策略家巴顿·比格斯就是其中之一。他认为，资产类别的选择是投资中的头等大事。1996 年 2 月，比格斯对《商业时报》的记者说："对大规模投资而言，选择具体的股票或债券品种不是上策，这么做太缺乏全局观了。真正的大手笔是资产配置法。"近年来，共同基金和退休基金投资组合都在迅速增长，再加上全球范围内交通、通讯手段的进步，给全球性资产配置的飞速发展提供了基础。任何一个投资者，都不得不正视资产配置这种方法，承认它在投资中的重要作用。

起　飞

被称为"全球资产配置之父"的布林森本是公共汽车司机的儿子。1966 年，当他考进大学的时候，对于证券市场并无任何兴趣，也没有接触过这方面的事务。"我那时的志向是当个航空工程师，"布林森说，"因为我生长在美国西北部太平洋沿岸地区，波音公司就在那里。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是，在西雅图大学还没念到两年，布林森的计划就改变了。突然之间，他迷上了金融——具体原因是什么，连他自己也不清楚。“你知道，这就和吃东西一样，有的食物天生就对你的胃口。我是自然而然地喜欢上这一行的，而且，接触得越多，就越感兴趣：总想弄清楚，支配着金融市场运转的到底是什么。”

初次投资，他倾尽所有，买了十股东部航空公司的股票。这钱是他在一家意大利香肠作坊里打工赚的，交完学费，又买了股票，他便两手空空了。这第一次投资，反映出布林森透视行业发展潜力的天赋。60年代中叶，正是螺旋桨式飞机日暮途穷、喷气式飞机逐渐兴起的时候。“一个新的时代正喷薄欲出，多么好的投资机会！”布林森回忆道。结果，他赚了不大不小的一笔钱——这就更坚定了他的信念，一定要紧紧地把握住投资市场的缰绳，纵情地驰骋一番。

起初，他觉得自己适于呆在学术圈子里，探究金融市场的秘密。拿到硕士学位之后，他一方面在华盛顿州立大学教财经课程，同时准备报考斯坦福大学，攻读博士学位。正在此时，“旅行者集团”向他发出了邀请。这是一家拥有多种业务的保险公司，而且，它的投资管理业务正在不断发展壮大。于是，布林森决定先把报考斯坦福的计划搁置起来，走出象牙塔，到实践当中去积累投资经验。1970年，他加入了旅行者集团。

新理论实验场

那时的旅行者集团就像一个最新财经理论的实验场，在这个优良的成长环境中，年轻的布林森很快便崭露头角。布林森回忆道：“可以想见，我立刻被全身心地吸引住了。而且，我拿定了主意，这条现实的道路才是最适合我的。”

当时，现代投资组合理论（MPT）这种度量和控制投资风险的有力武器，才刚刚为投资界所知。对于大多数投资者来说，它就像一种新接触到的奇异语言，一时还令人难以掌握。布林森对这种理论却是早已纯熟于心的，他有能力充当新旧“语言”之间的“翻译”工作。再者，旅行者集团的管理层又是那么锐意图新，他们非常欢迎新的理念。

“在理解投资组合的风险特性这个方面，现代投资组合理论为我们提供了更加量化的工具，”比布林森早几年加入旅行者集团投资管理团队的艾略特·威廉姆斯说，“这一理论恰好与盖瑞对市场的理解不谋而合，正是他所需要的投资工具。”

旅行者集团的投资管理团队有着独特的组成方式。别的公司大多实行投资管理人负责制，由每位投资管理人牵头，率领一群证券分析师，来管理一个独立的投资组合；但旅行者集团却把它的投资管理人分成几个科，管理不同类别的投资；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科内各投资管理人之间，是相互协作的关系，所有的投资组合都是由大家共同处理的。"盖瑞很喜欢这种工作方式，"威廉姆斯说，"因为不同类别的投资，需要不同的操作手法。据我所知，没有人比盖瑞更了解其中的差别了。"

早期的蓝图

布林森在旅行者集团很快就出了名，不久，又被委任为投资组合建构部的负责人。"那还是在很早的时候，他为旅行者保险公司设计的远景规划就表现出了惊人的创造性，"威廉姆斯说，"而成立了'第一芝加哥'和布林森合伙公司之后，他才大展拳脚，把这一套想法具体地付诸实施。"布林森的蓝图听起来很简单：把组织成员按技术特长归入不同的科，各自管理不同类别的投资资产；至于到哪里去寻找额外收益，也就是专家们说的"阿尔法"，这就要仰仗各科人员的努力了。

说到"阿尔法"，不得不提到巴尔·罗森伯格和他的风险分析工具（我们曾在本书第三章介绍了罗森伯格的量化投资分析方法）。旅行者集团是巴尔·罗森伯格的首批客户之一，这与它一向"敢为天下先"的宗旨是分不开的。

布林森关于资产配置的想法是一步一步逐渐成形的。当时，旅行者集团并未在真正意义上涉足美国以外的市场。到了1974年，投资市场遭遇到空前的打击，面对这一片颓然的局面，更坚定了布林森的信念：当时投资界广泛使用的分散投资方法，还达不到所要求的目标。他亲眼看到，由自己监管的全部由基本面良好的中、小型公司组成的一个投资组合，在九到十个月期间损失惨重，几乎无法维持。由此可见，在单一资产类别中进行分散投资确实存在着局限性：即便是皇天不负苦心人，让投资者最终盼到了预期的业绩，这个苦盼的期限也是相当长的。在那样的情况之下，"对投资者来说，九个月或者十个月的时间真像一辈子那么漫长。"就在这期间，旅行者集团任命布林森为投资组合管理部负责人。

绝对全球化

布林森介绍说，他那一套资产配置法是在70年代末期开始成形的。那时候的投资理念，推崇的是由最优质的股票和债券所组成的投资组合。"只消稍做观察，你就能看出两个问题，"布林森说，"许多美国公司在全球范围内做生意；而许多世界上其它地方的公司也来美国做生意。那么，我便想到，我们的眼光为什么要局限于美国股市或者美国债券市场呢？为什么不能把投资市场看作一个全球性的、大的统一体？"

布林森渴望着能在全球市场上运作自己的投资公司。于是，他在1981年离开了旅行者集团，开始自立门户。在有名的第一芝加哥银行庇护下，布林森创立了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一芝加哥投资咨询公司，也就是布林森合伙公司的前身。不过，新公司推出的全球资产配置方案却遭遇到无人喝彩的尴尬局面。在他们举办的资产配置研讨会上，到会听众的人数竟然不如布林森和他的同事们多！但是，布林森的顽强也是出了名的，他从未因此而灰心丧气。在他不停的呼吁呐喊之下，投资业界逐渐认识到，忽视全球市场必定会给他们带来巨大的损失。

一点常识

分散投资的道理最早并不是由获得诺贝尔奖的经济学家们发明的——当然，是他们用数学语汇论证了这个原理，并把它付诸实践——在很早以前，普通老百姓就知道，不能把所有的鸡蛋都放在一个篮子里。精明的农夫种庄稼时，总会多栽几个品种，怕的是某一种作物突然降价，带来意外的损失。同样，在木船航海的时代，由于风险极大，商船船东也会精心安排，把货物装载到几只船上，运往不同的港口。彼得·伯恩斯坦在他的《与天为敌：风险投资传奇》一书中，曾提到莎士比亚的《威尼斯商人》，认为剧中的一段台词表达了一种健康的风险观：

……我的买卖的成败并不完全寄托在一艘船上，
更不是倚赖着一处地方；
我的全部财产，也不会因为这一年的盈亏而受到影响，
所以我的货物并不能使我忧愁。

建造商船、筹备一次商业远航的过程，可以大概地映射出现代投资管理的运作内容。首先，在设计一条船的时候，就应当考虑到风向突然变换的因素，让造出的船只尽可能地适应风向、利用风向。在海上，船长要根据浪高和风向的变化不断调整帆索，校准航向。冰山、风暴、礁石，时时威胁着船只的安全。每个海员都晓得，再结实的船，也禁不起40英尺高的大浪。再说，就算能平安抵达，也可能遇上其它情况。比方说，船上载的货物价钱大跌；或者，你打算买的货物涨到了天价，没给你留下一点赚头。在那个时代，信息的传播速度只相当于帆船航行的速度。1637年左右，当整个荷兰王国都在为郁金香而狂的时候，在你从热那亚坐船到阿姆斯特丹这段期间，最珍贵的郁金香球茎的价钱早已翻了一番，或者跌了一半。照此看来，在郁金香生意上孤注一掷，也不是什么好事。

与分散投资擦肩而过

实际上，前面提到的威尼斯商人也和许多现代投资者一样，并未领会到分散投资的真谛。“许多人以为，既然把货物分散到不同的船上可以减少风险，那么，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

船的数目越多，风险就越小。其实这是一种误解，"保罗・塞缪尔森教授指出，"如果你用四条船，而不是两条船来分载货物，那么，你的风险就大了一倍。"把这个道理引申到投资上，意思是很明白的。塞缪尔森警告说："如果我把投资组合中的股票数目增加一倍，试图减少整个儿投资组合的风险系数，那我绝不会让所有的股票都差不多。"

1929年，股市遭遇了"黑色星期一"；1932年7月，道・琼斯工业平均指数又直落90%，跌至41点。按理说，经过这一切，那些反对分散投资的人本应吸取教训而闭嘴了。可是，许多有名的投资大家仍在争辩说，资产集中可以获得更高的收益。1935年，人们对几年前的惨痛经历仍然记忆犹新，著名投资人杰拉德・列伯（Gerald Loeb）就跳出来对分散投资大加指责。列伯宣称："一旦你有了信心，就不想搞什么分散投资了。什么分散投资？那不过是人们没主意的时候用的遮羞布，其用意无非是想取个平均数而已。"

话说回来，列伯瞧不起分散投资，也是因为当时投资者的选择余地太小，难以发挥分散投资的优势。30年代，可供个人投资者选择的范围大体上限于股票和债券，哪里比得上现在呢！如今，投资市场已经扩展到全球，真称得上是"海阔凭鱼跃，天高任鸟飞"了。作为投资者，如果还把自己局限在60年前的老框框中，不敢越雷池一步，岂不是既辜负了大好的获利机会，又要冒无谓的风险吗？要知道，现在若按列伯的主张行事，所冒的风险比从前任何时候都要大。

"重要的是，要把你的投资组合看作不同类型资产的'混血儿'，"布林森说，"而且，以往的经验证明，各种'血缘'之间的关系越远，取得的投资业绩就越好。""当然，我们也不否认有的人就是运气好，连买彩票都不会落空；也有的人在股票上孤注一掷，结果大赚了一笔。凡此种种，都只是个别现象。如果从总体上看，我们就会发现，投资组合的分散性乃是成功的必要因素。"

两颗手榴弹

二次大战硝烟散尽之后，哈里・马科维茨、比尔・夏普以及其他一些学术先驱第一次科学地描述了分散投资对投资风险和收益的影响，他们的研究为资产配置理念打下了坚实的基础。然而，最终说明全球资产配置如何支配着投资业绩的，还要归功于布林森和他的两位合作者：L・伦道夫・胡德和吉尔伯特・比鲍尔。他们的研究成果发表在1986年7月的《金融分析家杂志》上，文中列举并分析了1974～1983年间全美91家大型养老金计划每年的投资收益。

这篇论文的题目是《投资组合业绩的决定因素》，写得语言严谨、条理分明，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大有博士论文之风。作者将作为投资操作手段的具体选股战略与资产配置，即对整个资产类别的选择，进行了明确的区分。文章的结论引起了巨大的反响，宛如一颗手榴弹，在偏爱选股战略和市场时机判断的投资者群体中轰然炸响。文章指出："尽管巧妙的投资战略可以带来高额收益，但这远远比不上资产配置对收益的巨大贡献——这里说的资产配置，是指对资产类别的选择，以及确定其在投资组合中所占的比例。"

头一炮打响后，又过了五年，布林森、比鲍尔又和布赖恩·辛格合作，发表了第二篇研究报告，用确切的数据证实了决定投资业绩的主要因素不是具体选股战略和市场时机判断，它们所起的作用，充其量只可以算做锦上添花而已。在1977～1987年间，全美82家大型退休金基金的投资收益主要靠的是资产配置。凭着这篇研究报告，布林森等三人荣获了众所瞩目的"Graham and Dodd Scroll"奖。

四条简单原则

学者们喜欢深思熟虑，却往往跟不上现实生活的节奏；他们动辄把自己的研究成果孵上个三年五载，全不顾投资大众在翘首以待。另一方面，许多投资管理人又瞧不起学者们的理论，认为那都是象牙塔里的痴人说梦。像布林森这样能够跨越学术和实践两大领域的人才，究竟太少太少了。他既能抓住抽象理论的精髓，又能把理论付诸实践，重塑人们所使用的投资方法。这样做的结果，就形成了建立在以下四条基本原则之上的全球资产配置战略：

1. 全球性的思维；
2. 所选择的各类资产不宜同涨同跌；
3. 从长期着眼；
4. 根据投资环境的变化调整资产配置。

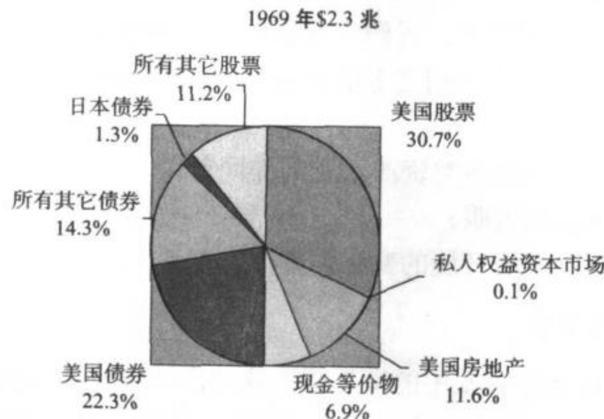
全球性思维

想一睹布林森眼中的世界吗？这种由计算机生成的"投资世界地图"，与《国家地理杂志》上刊印的大不相同，我们可以把它叫做"全球资产配置资源分布图"。整个儿图形由许多大致呈三角形的小块拼成，各个小块分别代表不同地区的经济发展水平和资本市场规模。在1992年版的"地图"上，俄罗斯和中国加在一起只相当于日本的1/3 。日本和西欧拥有高度发达的资本市场，两者的图块大小差不多；而整个儿南美洲加在一起，还不及一个英国大。与此同时，投资者还能看到，在新加坡、巴西、西班牙、挪威、智利、澳大利亚、马来西亚、南非等地，资本市场一片欣欣向荣；此外，印度尼西亚、希腊、土耳其、特立尼达、约旦、津巴

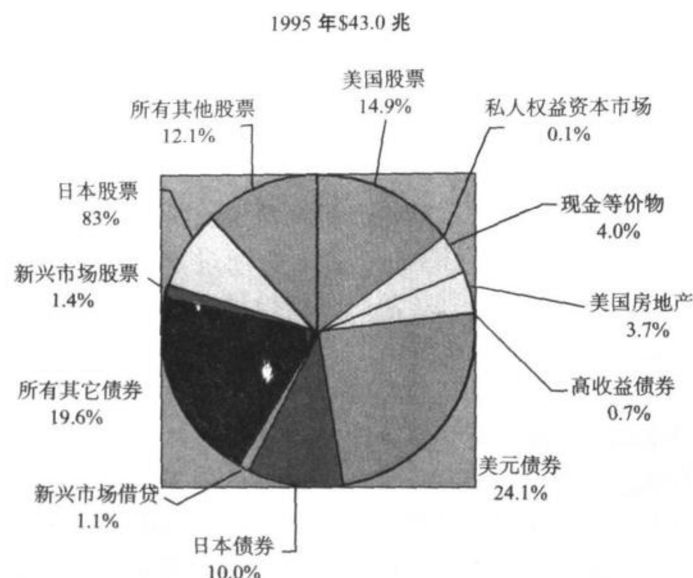
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布韦等国的资本市场也在起飞过程中。每个国家的人口、经济、货币、管理结构、自然资源都有自己的特色，从而造就了各国独特的投资环境，形成各不相同的风险-回报结合方式。股票交易所在大多数发达国家普遍存在，在许多第三世界国家里，也像雨后春笋般不断破土而出。在美国，股票的年交易额数以兆计，主要交易场所是纽约证交所、纳斯达克[①]，以及十几家地方性的股票交易所。欧洲有 40 多家股票交易所，上市股票的数量正在不断增长。还有，原属于前苏联阵营的一些国家，在实行社会主义以前，资本主义也曾有过短期的发展——这些国家的资本市场经过几十年的"冬眠"，终于在民主化之后得到了复苏。拉丁美洲的股市分布在巴西、智利和墨西哥等国。就连博茨瓦纳这样的小国，也出现了小型的股票交易所，目前上市的股票仅有为数不多的几只。

①纳斯达克："全国证券商自动报价系统"的英文简称（NASDAQ），纳斯达克证交所始建于1971年，现已成为全球最大的证券交易市场。纳斯达克又是全世界第一个采用电子交易的股市，其特点是收集和发布场外交易非上市股票的证券商报价。它在55个国家和地区设有26万多个计算机销售终端。（原注）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1969 年与 1995 年全球投资资源分布比照图(资料来源:布林森合伙公司)

自从 1969 年以来，世界经济的巨变使得全球投资机会扩展了将近 20 倍。尼克松初次当选美国总统的那一年，全世界的可投资资产，总量为 2.3 兆美元。也就是说，当时全世界所有的股票、债券和非住宅性房地产加在一起，形成了一个总价值为 2.3 兆美元的庞大投资组合,其中,美国占了绝大多数的份额(参见图 7.1)。

到了 1995 年，形势变得大不相同：美国在全球投资组合当中的领导地位大大地削弱了。这并不是说，美国已经风光不再——因为在这 26 年当中，美国拥有的这块“蛋糕”已经增长到了 12.9 兆，比 1969 年多了 646%；要论工业产值，世界上没有任何国家或地区能与北美地区相媲美。然而，世界其它地区的资本市场也在迅速发展，尤其是近二三十年来，它们增长的速度比美国快许多。这便大大改变了全球资本市场的格局。据布林森与罗杰·伊博森合著的《全球投资：世界资本市场专业指南》一书称，1990 年，全球股票资本有 1/3 分布在美国。这与 30 年前的情形截然相反：1960 年，全球股票资本大部分在美国，分布在美国以外的只有 1/3。

在 1995 年的全球投资资源“饼图”上，美国所占的份额已经不足 1/3 了；而在 1969 年，这个数值却是 3/4。切勿把这当做美国实力衰退的征兆。资产配置型投资者认为，局势之所以变成这样，主要是因为这些年来投资机会的成倍增长。托了技术进步的福，再加上资本市场的对外开放，美国国内投资者可以非常便捷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地在全世界各地投资了。假如你身在依阿华州的杜布克，想要向新加坡市场投资，那么在现代化技术手段的支持下，你就完全可以像那些新加坡本地的投资者一样，方便地进行操作。

自戕式的误区

目前，全球投资环境一派欣欣向荣，投资范围前所未有地宽广，就看投资者本人喜欢多高的回报率、能承受多大的风险了。不过，有些投资者可能不太适应这种环境：辛辛苦苦挣来的血汗钱，怎么舍得投到那么远的地方去呢？还是一般的避险方法比较稳妥吧？但是，布林森指出，这种保守想法非但没有道理，而且，它根本就是自戕性的。越是害怕风险，越不敢采用全球资产配置，就越会影响共同基金投资人的业绩，这种心态必将令他们暴露在更大的市场风险之下。

布林森又告诫投资者们，既然可供选择的机会如此丰富，就不该固步自封，辜负了大好的局面。有的人以为，从互不相干的行业中选出几只股票来，再添上个别投资级的债券作为避险的“救生圈”，资产配置就算完成了；其实不然，资产配置绝没有这么简单。更为荒谬的是，还有人以为，不必费心安排，只要投资于某个大的跨国公司就可以了。他们觉得像可口可乐公司那样的企业，其利润的80%以上都来自于美国以外的地区——难道这还算不上是分散投资吗？但是，作为一名投资者，你应当更直接地参与到全球经济的大局当中来。布林森指出：“如果你犯了一叶障目的毛病，看不到别的公司也正在世界上其它地方运作着，其结果肯定是搞出一个视野狭小、分散不足的投资组合来。”

在布林森这里，一些简单的逻辑就足以指导他的全球战略。他住在芝加哥，一个国际性的大都会。在这个城市里，人们开的车、看的电视、甚至于穿的衣服都来自海外，这为他观察世界市场提供了一个有利位置。布林森说：“观察一个像芝加哥这样的城市，你会发现，这个城市本身固然能提供许多东西，比如，当地的公司、企业、投资机会……但是，只要环顾一下周围，你便会发现，这里同时也是全球经济的一分子。”

地球村

人们既然能心安理得地消费着来自地球各个角落的商品，为什么就不能成为全球证券的消费者呢？布林森一再强调，他们确实应当这么做。布林森不是不讲爱国主义，从血缘上讲，他的“美国根”扎得很深很深——他的曾祖父就是美洲土著人，属于切罗基族（Cherokee）印第安部落。“有人说，身为美国人，就应该把投资局限于美国境内。这种想法是极端缺乏远见的。无数的研究已经证实，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限制了投资机会。你越是关注全球投资机遇，成功的可能性就越大。”

看到芝加哥商业区街头的景象，布林森就能悟出世界上最强大的经济体与最脆弱的经济体之间是怎样相互联结的。芝加哥人也像美国其它城市的居民一样，是全球性的消费者。他们驾驶着德国制造的汽车，用着沙特阿拉伯开采出的石油，在日本造的电视机上，看着英国人播放的电视节目；他们身上穿的衣服来自巴基斯坦，喝的咖啡来自肯尼亚，热可可则是瑞士的进口货。没有一个庞大的全球制造业基础，就不会有这些产品。而一个生机勃勃的制造业基础，又有赖于一个能够支持其进行全球性发展和扩张的金融市场。随着人们消费的全球化程度不断增强，对全球资产配置的需求也必定会加强。

眼花缭乱的可能性

拥抱了资产配置的概念，实际层面上的问题又随之而来。大千世界，茫无际涯，个人的投资该起于何处？又止于何处？丰富的选择摆在你面前，无数的可能性真能叫人眼花缭乱。

从理论上讲，资产类别的划分有好几十种，足以适应投资者的任何偏好。举个例子来说，商用房地产就是一个资产类别，住宅房地产又是另一个类别。这些大的类别下面，又各有次一级的类别。商用房地产可分为办公大楼、购物街等；住宅房地产又可分为公寓楼、郊区排屋，等等。德国股票是一大类，德国债券又是一大类。任何一个国家，只要它的资本市场足够大，能提供可靠的统计信息，其证券就可以作为一个资产类别而存在。经济刚起步地区的股票和债券，共同构成了新兴市场。各国所发行的政府公债也都自成一类。20 世纪 80 年代出现的“布雷迪债券”[1]，在当时曾缓解了美国各大银行的不良贷款压力，现在已然成了一个新的资产类别，也是布林森合伙公司一个相当赚钱的投资项目。美国的资本市场规模巨大，可以进一步划分为几大块：大型股、小型股、高科技股、价值股、一年期国库券、五年期国库券、二十年期公债等，不一而足。此外，还有住房按揭债券、衍生债券、期货、期权，等等。至于选择哪种投资类别，全取决于

①布雷迪债券：墨西哥在上个世纪 80 年代陷入严重外债危机，为解决墨西哥和拉美其它国家的外债问题，当时的美国财政部长布雷迪为拉美国家设计了通过发行长期债券缓解短期外债负担的债务重组计划，布雷迪债券因此得名。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对风险的承受能力。

在投资实践中，你不可能把所有的投资类别全部揽入怀里。所以，选好适当的投资类别，是成功的重要步骤。布林森介绍说："无论何时，我们公司的投资组合当中，都包括有 15 到 20 个截然不同的资本类别，或来自全球各个市场的投资项目。"就拿"全球证券投资组合"来说吧，它是布林森合伙公司所管理的 11 个机构投资组合之一，具体考察一下它的构成便可发现，1996 年 11 月该投资组合内含有以下八个大的投资类别：

1. 美国股票；
2. 非美国股票：
   - 日本股票
   - 其它国家股票；
3. 新兴市场股票；
4. 美元债券：
   - 美国债券
   - 国际美元债券；
5. 高收益债券；
6. 非美国债券：
   - 日本债券
   - 其它国家债券；
7. 新兴市场借贷；
8. 现金等价物①。

①现金等价物：指期限短（一般是指从购买日起，三个月内到期）、流动性强、易于转换为已知金额现金、价值变动风险很小的投资。现金等价物虽然不是现金，但其支付能力与现金的差别不大，可视为现金。（译者注）

投资的回报

根据各大资产类别的历史风险水平和收益水平，我们可以对它们做出评定，并用以指导我们的资产配置方案。

首先从投资回报说起，这是每个投资者都熟悉的概念。哪一只股票正在强劲上涨，哪个共同基金最热门——有谁不曾和亲朋好友们讨论过类似的话题呢？投资回报的计算有两种方式：一种是单利回报，一种是复利回报。单利回报，表现的是一个投资组合的价值在一段时间内上升或下降的百分比；如，"我买的英特尔股票今年涨了 25%"，这个百分比就是单利。*而复利回报就没*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有这么简单了，它指的是在一段较长的时期内，把各年所得利息并入本金中重复投资，最后结算出的获利百分比，这是一种“利滚利”式的回报；如，“我的英特尔股票是五年前买进的，到现在平均年利率是22%”——这个百分比就是复利。

“看看各资产类别的历史回报情况，对我们的投资决策会很有帮助，”布林森说，“我并不是说，历史还会重演——肯定不会。通过历史回报情况，我们可以了解各资产类别的特性是如何变化的。因为，投资环境的变化乃是资本市场的本质属性，它一直在变，以后还会继续变下去。”

著名金融咨询公司伊博森合伙公司（Ibbotson & Associates）搜集了大量资料，对大多数主要资产类别的长期年平均回报率做了一个总结。其中，以下五种已成为职业投资人士评估其它资产类别时所熟悉和常用的基准指标：

资产类别	年均回报率（1926～1996）
美国短期国库券	3.7%
中长期国库券	5.2
长期公债	5.1
大公司股票	10.7
小公司股票	12.6

资料来源：ⓒ1998 Ibbotson Associates, Inc. 版权所有。经版权拥有人批准使用。（本书中部分内容源于罗杰·G·伊博森与雷克斯·辛克菲尔德合著并拥有版权的著作。）

“资产配置的过程，基本上就是深入理解这些资产类别特性的过程，”布林森说，“我所说的‘特性’，并不是指个别的、具体意义上的不同点，如，明天美国房地产市场和法国证券市场的利率会有什么差别——而是更宽泛意义上的特点。”布林森所说的，乃是各种资产类别长期业绩方面的特性。正是由于有了这些特性，德国股市才能有别于澳大利亚股市、俄罗斯债券市场才能有别于美国的房地产市场。资产配置型投资者拣选那些具有不同特性的资产类别，将它们纳入一个统一的投资组合当中，这种配置的结果，一方面追求回报的最大化，另一方面又可以达成风险的最小化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的风险

投资风险永远与投资回报并辔而行。然而，听到风险这个词，总叫人心里不大舒服。假如探听到某只热门股可能有25%的涨幅，谁都会喜不自禁；但是，如果有消息说，某只股票业绩平平、风险水平却只有标准普尔500种股票平均值的一半，又有多少人会对它垂涎三尺呢？靠降低风险来培育净资产，这种方法似乎太乏味了。想想看，人们搞攀岩、玩滑雪，追求一种无法带来经济回报的风险，是因为觉得这蛮刺激。怎么到了股市上，当风险与自身经济利益息息相关的时候，反而对它视若无睹了呢？资产配置理论告诉我们：投资者完全可以把风险变成一种有价值的东西。从长期收益上看，只要足够谨慎，通过风险管理所积累的财富比盲目追求高回报率的收获会多得多。

风险与波动性。金融专家认为，风险就是波动性。波动性是大是小，取决于证券价格涨跌的幅度。而具体衡量它的大小，则要用到一个听上去有些令人生畏的概念：标准方差。

告诉读者一个秘密：每当遇到那些看似复杂的投资术语时，你只需记住一点——大凡华尔街造出来的词汇，多半精确有余、想像力不足。标准方差这个词也一样，见其形即可知其意：如果在证券的初始价格与最终价格之间划一条假想的连线，标准方差这个概念所表示的就是证券的实际价格与这条假想线之间的偏离度。如果实际价格较假想线上下波动得很厉害，我们就说它的标准方差大，或者说，它的风险值相对较高。如果证券的实际价格沿着人们预计的线路平稳发展，我们就说它的标准方差小，或者说，它的风险值相对较小。打个比方，我们可以把标准方差看成一个任性的少年，家长为他安排了一条安全、笔直的发展道路，他偏不肯好好走下去，一会儿拐向这边，一会儿拐向那边，离正途越远，冒的风险就越大。

“回报这个东西，相对来说比较容易把握，因为投资者对它很熟悉，”布林森指出，“但要论到投资组合的波动性，就不那么好管理了。”为了让普通投资者充分理解风险的意义，布林森打了个比方：我们投资，就是要开车走过一段路程，最后抵达“投资收益”这个目标；而风险呢，就相当于这段路上的颠簸程度。“要想知道颠簸的强度到底有多大，就得利用‘标准方差’这个衡量尺度。”布林森说。假设两项投资的收益相等，理智的投资者当然更喜欢比较平坦的那条路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一般说来，购买福特（Ford）或墨克（Merck）[1]这样的蓝筹股会令你的投资道路平坦顺畅。蓝筹股这个身份本身，就意味着该公司连续多年都取得良好业绩，有着可靠的成长性。由于股票的价位标志着它未来收益水平的高低，那么，按这个逻辑来推断，蓝筹股的高价自然说明了这些公司的收益会稳定增长。不过，事情并不是绝对的。有时候，形势并不按照既定的逻辑发展。

70年代早期投资大众都坚信，号称"顶尖五十大盘股"的一批蓝筹股，将以每年20%的收益率不断成长，而这些公司发行的股票数量又是有限的，所以红了眼的投资者们，纷纷不顾一切地抢购这些公司的股票，把股价抬上了天。然而，他们的如意算盘打得太早了，"顶尖五十"的收益不升反降，投资者们在遭受了巨大损失后，只好忍痛抛出。盛极一时的"顶尖五十大盘股"行情黯然结束。纽约证交所最好的股票暴跌到如此令人惨不忍睹的程度，充分说明了资产集中式投资的危险性。而资产配置的目的，就是在于扩大投资领域，尽力避免遭遇这样的风险。

①墨克公司：美国的一家大型制药公司。（译者注）

五大基准

和投资收益一样，标准方差（也就是投资风险）的值也是用百分比来表示的。无论美国股票、日本股票、印度尼西亚股票，以及诸如此类任何其它股票，都有自己的标准方差。同样，不管是美国公债、津巴布韦公债、或者俄罗斯联邦公债，只要有足够的数据就能算出它们的标准方差——即便搞不到关于每种证券的详细数据，单是拥有该资产类别的历史数据就行。大多数共同基金的标准方差，都可以在晨星公司公布的参考资料当中找到。至于新上市的公司，虽然没有足够的历史数据可循，但投资者可以把所有初次公开发行的股票归入一个资产类别来计算它们的标准方差。人们还可以使用大多数的电子报表，由一系列的股票价格计算出相对应的标准方差。不过，要提醒读者的是，数据积累的期限越长越好，如果这个期限不足五年，计算出来的标准方差并没有多大参考意义。无论如何，一些主要资产类别的标准方差，是随处都能查到的。下面列出的五种，就是专业人士常用的基准指标：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产类别	投资风险值(标准方差)(1926～1996)
美国短期国库券	3.3%
中长期国库券	5.8
长期公债	9.2
大公司股票	20.3
小公司股票	34.1

资料来源：(c) 1998 Ibbotson Associates, Inc. 版权所有。经版权拥有人批准使用。(本书中部分内容源于罗杰·G·伊博森与雷克斯·辛克菲尔德合著并拥有版权的著作。)

在日常生活中，食杂店主时常到大型超市里查看单价，据此算出每克食品的价钱。在投资领域，人们也可以采用类似的办法，算出投资于某个特定资产类别时，每单位风险所能带来的回报值。投资圈内尽人皆知的“风险-回报率”只是一个模糊的估计，相对而言，资产配置型投资者却能计算出一个精确的数值，据此配置自己的投资比例。有了这个基础，投资者就能在充分了解情况的前提下，自主决定自己愿意承担多大的风险了。

老练的资产配置型投资者理解风险的含义，又有能力对其进行精确的度量，因此，他们可以在全部可投资领域中尽情驰骋，搜索同一风险水平下回报相对丰厚的投资类别。如果额外收益是正值，就说明资产配置的目的达到了；如果额外收益是负值，则意味着失败。

勿忘风险

“风险”这个词，现在已逐渐成了一般投资者口中的常用词。“身为金融咨询业人士，我们的工作就是为投资者提供满意的服务，”诺贝尔奖得主威廉·夏普指出，“要提醒他们，在考虑一个投资组合的预期收益的同时，也别忘记存在的风险——还要弄明白，每个投资者愿意冒多大的风险来争取更高的回报。这基本属于资产配置的工作范畴，不管你是用机器来进行配置，还是用人来做，或者用电脑辅助人力来完成。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所选择的各类资产不宜同涨同跌

资产配置始于不同资产类别间的相互作用。投资者不仅要选出在风险-回报方面最优化的资产类别，还要将各个资产类别进行配置，从而在不牺牲回报的前提下，降低投资组合的风险系数，或者在提高投资的回报率的同时却不增加相应的风险。

“乍听起来，似乎违背了我们的直觉，”布林森说，“然而无数相关研究证实，如果将不同类别的资产合理地搭配在一起，尽管它们各自都有一定的波动性，但是从这一投资组合的整体角度观察，其总体波动性却小于个别资产类别的波动性。”

金融炼金术与协方差

如果把上述的神奇过程比做金融界的炼金术，那么，其配方的关键就在于一个概念：协方差。我们曾在第四章中介绍过这个概念。通俗地讲，它只是衡量不同类别的资产间相关作用程度的一个统计量。我们大家都见过母鸭领着一群小鸭摇摇摆摆往前走的景象，如果小鸭们都排成一条直线跟在鸭妈妈身后，它们之间的协方差（或相关性）就很高；如果有的小鸭往这边走，有的小鸭往那边走，我们就说，鸭群行动的协方差（或相关性）较低。要是有哪只小鸭不听话，兄弟姐妹们往东它却偏往西，那么它表现出的协方差（或相关性）就是负值。

在金融领域，协方差、特别是低协方差的概念，有着极为深远的意义。寻找回报率诱人、协方差又低的投资组合，是投资者分散投资抵御风险的最佳途径。

“实际上，低协方差就是统计学意义上的分散投资。”布林森解释说。通过分散投资，可以用一只股票或一个资产类别的风险抵消另一只股票或资产类别的风险。“归根结底，协方差所表现的就是各种事物运动时的协同程度。如果某个事物的协方差高，就意味着它与其它事物运行的方向一致。”

在证券市场上，美国大型公司的股票和小型公司的股票表现并不相同，但它们之间的协方差却很高。只需回想一下 1987 年的情形就能明白，一旦投资大众对美国股市失去信心，这两个投资类别就很容易同时遭受打击。

据国际货币基金组织的历史资料表明，美国政府公债与澳大利亚政府公债之间的协方差比较低。当美国市场上的公债价格发生大起大落时，澳大利亚的公债价格却极少出现相应的起伏。还有一些资产类别，它们的动向是彼此相反的：比方说，当瑞士市场的债券价格上扬时，加拿大的债券却极有可能下跌。70 年代末期，当美国通货膨胀率高达 20%之际，固定收益投资遭受到沉重打击，而房地产投资却受益多多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

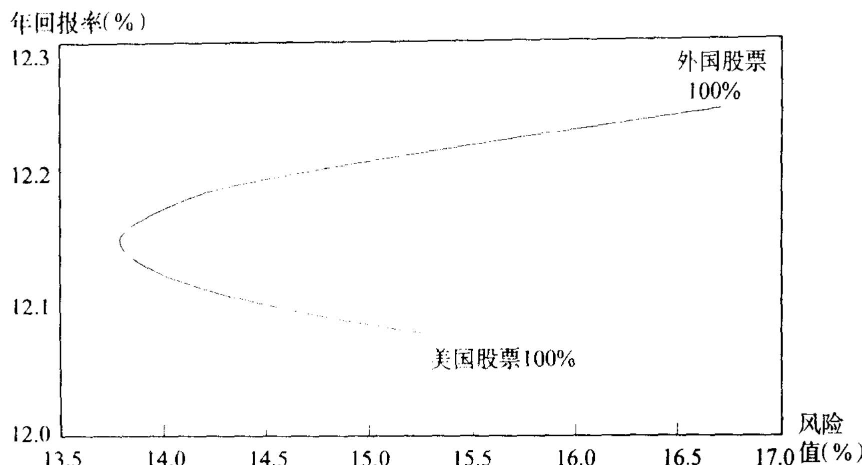
在金融市场上，投资专家们利用电子手段，能精确地算出许多资产类别的协方差。有了这些数据，他们就能确定各种不同的配置方式将对整个投资组合产生怎样的影响。就拿美国股票和外国股票这两个类别来说吧：从 1969 年到 1996 年这 27 年间，大盘经历了多次牛市和熊市，这两个类别都表现出不同的风险和收益特征。总地来说，外国股票的风险性要大于美国股票。对此，大概没有人会感到意外。

布林森的彗星轨道

外国股票和美国股票是踩着不同的鼓点前进的。因此，它们在风险和回报方面的统计值也不同步。在上面所说的这 27 年间，持有外国股票得到的回报，比持美国股票高；但是，所冒的风险也更大。

试想一下，如果把这两种类别的资产按不同的比例混合，各种情况下投资组合的结果将排列出怎样的形状？是一条直线吗？不然。实际上，由于协方差的作用，当风险较高的外国股票与美国国内股票组合在一起时，总的回报率当然会得到提高，而两者的风险又会部分地相互抵消，因此其总的风险值将有所降低。现在，我们来观察一下这两种投资类别以不同比例结合到一起时，其风险值和回报率之间的关系：以风险值为横轴、回报值为纵轴，把按不同比例混合的投资组合结果排列起来，会呈现出一条长长的曲线，颇似彗星围绕太阳运行的轨道。姑且把计算的任务留给专家们吧，我们只需看一看图上所显示的惊人结果：在曲线上的特定部分，随着风险的降低，回报率反而升高了！协方差越低，曲线的弧度就越窄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



布林森的彗星轨道：分散投资效果图。根据标准普尔 500 指数与 MSCI 非美国股票指数[1]（以美元计算）得出。（资料来源：布林森合伙公司）

全球投资的风险

任何两种或更多资产类别的组合，其结果都能形成一条与图 7.2 中相仿的曲线。这些曲线形象化地标示出了不同风险水平下的最大投资回报。一个投资组合表现在这张图上就是一个点，正好位于曲线上的点，代表着把握得恰到好处的投资组合；而偏离曲线的各点，不是风险过高，就是收益太低，都不是最佳选择。

专家们把这种曲线叫做"效率前缘"曲线，人们用它来描述两种投资类别（比方说，美国股票和南非股票）在各风险水平上的最优化组合，也就是协方差最低时的情形。效率前缘各点，代表在各已知报酬下，风险最小的组合。效率前缘曲线还可以用来表示债券的最佳回报水平。观察一下全球债券市场，你会发现，美国发行的债券与其它国家发行的债券在回报率上差别极大，这让很多人十分惊讶。我们不妨随着布林森来做一个实验：在建立投资组合时，起初全部选择美国国内债券，继而对投资组合进行调整，把其中 15%的部分换成外国债券。通过这样的调整，布林森能在降低整个投资组合风险水平的同时，将年回报率提升 0.5 个百分点。

①MSCI 全球指数，是摩根·斯坦利资本国际公司（Morgan Stanley Capital International）所编制的证券指数，指数类型包括产业，国家，地区等，范围涵盖全球，是欧美基金经理人对全球股票市场投资的重要参考指数。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产配置并不能消除个别投资项目的风险，但是能把上述风险转移到更高一级层次上去——在整个投资组合的层面上，投资者可以通过管理手段，在某种程度上做到化险为夷。“投资者永远面临着追求高回报与低风险之间的两难抉择，”布林森承认，“并且总是鱼与熊掌不可兼得。你可以追求高回报；但是这样一来，你就必须甘心承受投资中的高风险。从根本上讲，资产配置法实际上为投资者提供了一个新的视角，让他们从投资组合的大局出发，从整体层面上来思考。”

从长期着眼

“谁都有走运的时候，”布林森说，“当然，投资者总是希望能搭上‘概念股’的快车，或者靠直觉启示，灵机一动，就买进了高倍成长的股票，狠狠地赚上一笔。”不过，在投资过程中，靠“希望”这东西指路总归不那么稳妥。而资产配置法则注重投资对象的历史回报轨迹，以长远的眼光对它们进行考察，据此估算出投资组合的预期收益指标。这样的投资策略，虽然不太富于诱惑力，却比单凭“希望”投资可靠得多。

布林森说：“我们真的相信，如果你用资产配置法投资，经过 15 年左右，你的收获要比单凭运气或机遇所获得的回报多得多。在我们公司，整个资产配置的运作过程都建立在老式的、严肃认真的投资分析基础之上。”

没有捷径

讲求实效的资产配置不可以仓促行事，而是一项长期的工程。首先，相关信息的收集就是一件耗时费力的事情，没有任何捷径可循，更没有所谓的“银弹”[①]。“我从事资产配置已经 25 年了，”布林森说，“每次想寻求捷径，总是弄巧成拙，得不到好结果。”

采用长期资产配置战略，投资者必须付出超乎寻常的努力。“我们身处的投资环境，”布林森说，“是以机构投资为主导的，从一开始参与其中，就得在公司或行业的层面上运作。在考察一

①西方传说，每逢月圆之夜，便有狼人出没。而杀死狼人的惟一方法，是用银质的子弹射穿其心脏。一般用“银弹”这个字眼来比喻致命、有效、杀手锏式的方法。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个投资类别的时候，我们首先要不厌其详地了解它的潜在特性，在此基础上，进而选择恰当的投资项目，逐一添加到我们的投资组合中来，直到把整个类别都搜索完毕为止。”

希望 vs 预期

仔细想来，资产配置作为一个理念，已经把投资者对未来的“希望”与建立在现实基础上的“预期”作了明确的区分。布林森说道：“在任何一个成功的投资计划背后，都有一些人在辛勤工作。而这工作的强度和涉及的深度，足以令个人投资者们叹为观止。”对目标公司或行业的分析，将对最终的投资回报起到关键性的影响，不论个人投资者还是共同基金的投资管理人，都不得不在这件工作上耗费大量的时间和精力。布林森指出：“从事这项工作的人，必须是一个有着共同工作理念，并且拥有必胜决心的优秀团队。”

不随波逐流

资产配置既是着眼于长期目标，就应当力戒从众心理，有力量顶住股市流行风潮的影响。这可不是一件易事。布林森指出，个人投资者往往禁不起“本月大热门”之类的诱惑，这是他们投资中最大的障碍。各大报纸的头版头条充斥着这类消息，对投资者构成巨大诱惑，令他们以为找到了投资的好机会，或是发现了危险所在。在风险问题上，大多数人都不够小心谨慎，并且缺乏战略眼光。然而，一旦见识到市场的黑暗面，他们的第一反应就是立刻逃跑。而此时出逃，却往往是错误的时机。从心理上讲，这是从一个极端走到另一个极端，是极其不成熟的表现。“坦白地说，我们最好的业绩就是在不明朗的局势下取得的，”布林森说，“此外，我们还发现，避开人们注目的投资焦点，往往会带来业绩的增长。”

根据投资环境的变化调整资产配置

布林森合伙公司的资产配置方案一旦确定，就极少擅作改动——但也不是说，从来没有需要对其进行调整的时候。有时候，出现了对某个投资项目评价过高或过低的情况，或者，在某个资产类别中，有哪只股票或债券的获利前景变得更好（或者更坏）；在这样一些情况下，都有必要对各类资产在投资组合中的比重进行调整。另外，如果客户的投资目标有变化，自然也要相应地调整原来的资产配置。

在各个资产类别内部，新的投资机会时常涌现，投资者自然应当善加利用。据布林森统计，这类调整带来的收益，一般在实际回报中占 2%左右。另外，还可以调整各大资产类别在投资组合中所占的比重，利用各资产类别价位的短期波动，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从中捕捉额外收益。这一类操作所带来的收益，在实际回报中也能占到2%左右。

“我们认为，除非外部环境有重大变化，不必对投资组合大改大动，”布林森说，“这也是我们在实践中的一贯做法。”怎么理解这个“外部环境变化”呢？比方说，你为一个客户管理投资组合的过程中，客户的投资目标或风险承受能力忽然有了改变——他要交大学学费，看病需要花钱，或者要安排退休后的生活。发生这些变故，都需要更多现金。所以，就有必要对他的投资组合进行相应的改动，调整其资产配置，增强其变现能力，以适应客户新的要求。

“当然，你确定了资产配置方案后，尽可以悠然自得地静待结果，而不必整天思忖着做这样那样的调整。”布林森说。这么做虽说一般不会有什么大问题，却也不尽然。如果撒手不管，由于投资组合中各个项目的具体业绩表现不同，资产配置就可能达不到原来设想的效果。

假设一个投资组合中80%是纽约证交所上市的大型股，另外20%由五年内到期的债券组成，其中股票的平均收益率是20%，而债券的平均收益率是8%，那么，一年之后该投资组合中股票的比例便是81.6%，债券的比例为18.4%。如果恰逢这一年金融市场局势变化无常，投资组合中的资产比例还会有更大的变化。即使没有大的波澜，也应存着防微杜渐的警惕性，恐怕时间长了，各种不显眼的小变化积聚起来，也会改变起初设定的收益目标和风险水平。“你可不能睡得太久，”布林森提醒投资者，“不然，当你一觉醒来，发现投资组合中原来配置的资产项目和比重都已面目全非，就会悔之晚矣。”

用业绩不佳的资产类别替代表现出色的类别，也是一种调整方法——这更需要投资者具备训练有素的眼光和手段，一般人是很难下得手的。然而在布林森看来，这才是长期取胜的关键。按职业投资者的说法，这是对投资组合的“动态调整”或“再平衡”。布林森坦白地说：“实际上，都是说起来容易做起来难。”一般人都倾向于把更多的本钱押在表现好的、热门的资产类别上，而“再平衡”的做法却要求投资者逆天性而动了。

资产配置 vs 市场时机判断

布林森宣称：“资产配置和市场时机判断，属于截然不同的两个范畴。”然而，一般人却很容易把两者混淆起来。因为，在现实中如果你决定减持美国股票的份额，而增加新兴市场类股票，大多数投资者都会以为，这是对市场时机判断的投机之举。

“所谓‘市场时机判断’，就是这个意思：‘我买进这只股票，因为它的售价是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10 美元，而我认为，准能找到愿意出 12 美元接手的下家。'" 说这话的是戴安娜·科恩，布林森合伙公司的合伙人之一。她解释道："实质上，市场时机判断就是猜度未来价格的走向，以求投机获利：'两星期后，股价将达到 Y 这个价位，所以，我现在要多吃进（或出手）一些。'" 资产配置则不同，它意味着投资者已经认识到投资形势的变化，从而有针对性地对当初的资产配置进行相应的调整。

同一水平面

例如，1997 年初布林森合伙公司开始远离美国股票。因为他们发现，在公司的投资组合当中，股票这一资产类别表现出了一些怪异的特征。

科恩说："我们根据种种特征做出判断，认为当时美国股市的价位虚高。这就意味着，股价最终会跌落下来，回归到应有的价位。因此，对这个类别的资产，我们不愿再持有原来那么高的份额了。我们宁愿在某个价位合理或偏低的资产类别上多投入些资金。至于选择的标准，一方面要看该资产类别的额外收益是否符合我们的要求，另一方面还要看它的风险构成。因此，可以说这是一种相对的价值判断。我们把所有这些资产类别放在同一水平面上去考察，看哪个类别的额外收益为正值，哪个类别的额外收益为负值。"

关于失误

对投资组合进行动态调整，常常要从一个资产类别中削减投资，同时向另一个资产类别增加投入。重大的失误虽然很少见，但确实有出现的可能。自从 1981 年创建自己的公司以来，布林森也犯过几次错误：

1. 1983 年，对美国国内小盘股估价偏高；
2. 1985 年，对国际固定收益市场价位估计偏低；
3. 1987 年夏，对美国股市价位的估计严重偏高；
4. 1988 年，对日本股市价位的估计严重偏高。

1997 年初，布林森减持美国股票，并不表明他认为美国股市即将崩溃。布林森减少了对美国股票的持股份额，是因为这个资产类别已不再符合当初他确定该投资组合的资产配置时的初衷了。"我们并没说股市一定会暴跌，"科恩一再强调，"即使年回报率是 2%，你也照样能取得预期的收益值。假定一段时间以后，股价不再有上涨的势头，你还可以根据新的形势，对资产配置进行相应的调整，使以后的收益仍然为正值——只不过是换了一种方式，通过别的路径达到这个目标的。综上所述，你可以借助不同的方法达成预期的收益值。任凭股价涨也罢，跌也罢，或者长期在一个价位上徘徊，你都能应付自如。"无论如何，布林森合伙公司断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，美国股票无法对其投资组合的总回报做出预期的贡献，这就表明，有必要对原来的资产配置做一下调整了。

避免调整过度

只要不引起过度反应，布林森很喜欢经常查看一下投资组合的资产配置状况。但是，他也告诫投资者，一定要谨慎从事："大体上讲，信息的流通有助于教育投资大众，而且能让他们也分享到职业投资人所拥有的大部分信息。然而，如果有人误解了这些信息的用处，以为既然能不断接收到新信息，自己就应当经常地买进卖出，不断地变换投资组合的内容，那么，这将是他的一个重大的失策。如果有谁突然产生这样的想法，他就大错特错了。"反复调整资产配置结构，一不小心就可能做出错误的投资决策；此外，交易次数太多所产生的高额交易成本，也会对投资收益产生负面影响。

在布林森看来，每年对资产配置做一次正式的检查就够了；不过，并不是说每次检查之后都一定要调整资产配置。这么做的好处主要是，让投资者有机会重新审视一下所面临的投资局面。

资产配置三例

设计一个长期资产配置计划，要经过五个关键步骤：

1. 选择资产类别，决定取舍。
2. 考虑入选类别的长期收益目标和风险大小，以及各资产类别间的协方差。
3. 确定各资产类别在投资组合中所占的比例，即"一般比例"。
4. 根据投资环境的变化，调整一般比例，以捕捉由各资产类别价位的短期波动所带来的回报。
5. 在各资产类别内部进行调整，以捕捉获利机会。

从下面的所有例子当中，我们都能看出一点：资产配置不是一朝一夕便可见效的事情。不同的投资目标，要求投资者采用不同的战略。这对于资产类别的选择影响不大，但却极大地影响到它们在投资组合中的相对比例。而各种资产配置的共同点在于，具有长期的战略眼光及开阔的全球范围的眼界，注重总的风险水平。

保守型的资产配置：这种投资组合适合于那些不愿整天为投资提心吊胆的人。从风险水平上看，保守型资产配置与全部由美国政府公债组成的投资组合不相上下——两者的风险-收益比都非常低。由于利用了协方差，资产配置型的投资组合不完全由债券构成，其中股票类投资的比重可以达到1/4。

此外，保守型投资组合中的债券类投资，也能做到广泛的投资分散。投资者

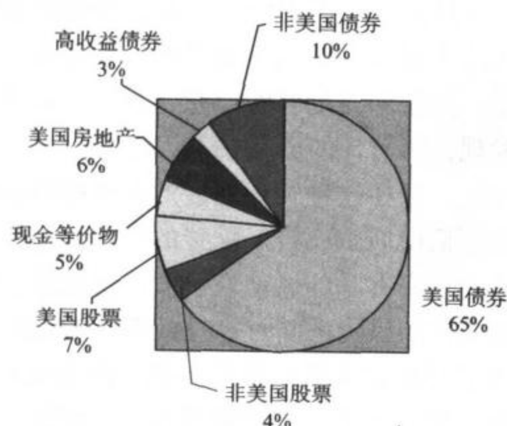
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以在美国政府及各大公司发行的短期、中期、长期债券当中任意取舍，自由配比。非美国债券可占到整个投资组合的 1/10 左右。此外，住房按揭债券也可以成为投资组合的一份子。总地说来，这个投资组合应当是一个有代表性的样本，美国债券市场中所有的固定收益投资品种，在此都有所反映。

股票类投资所占的比重较债券低些，大约在 11%左右；现金等价物所占的比重更小，约为 5%。所谓现金等价物，是指那些变现力强，能方便地按面值转换成现金的短期证券。另外，在这个投资组合中，有 6%左右投在美国房地产上（注意，不是住房按揭债券）；另外 3%投资于高息债券，也就是所谓的“垃圾债券”。心态保守的投资者可能觉得这种债券风险太大而不敢问津。其实，投资者不必过分畏首畏尾。“有些资产类别本身的风险可能很高，但是通过资产配置，整个投资组合的风险水平总地看来并没有升高。因此，在投资组合中添加这样的资产类别，将有助于增加回报，并使投资组合的未来表现更有特色。”

以上的建议再一次重申了资产配置理念的中心意思。“我们所关注的，乃是投资组合的总体风险水平，”布林森说，“我们试图从整体的角度看问题，要弄清投资组合的综合风险水平是否控制在低端区域。”



保守型资产配置范例图（资料来源：布林森合伙有限公司）

设计这种保守型的资产配置，为的是帮助投资者抵御通货膨胀带来的风险——通货膨胀会引起利率上调、债券价格下跌，这对于债券持有者来说，绝对是一种可怕的劫难。在 70 年代末、80 年代初的恶性通货膨胀中，许多投资者被迫抛出几年前买进的长期债券，华尔街曾上演过一出割肉泣血的惨剧。想到通货膨胀对债券的影响，有的投资者不免对债券投资产生望而生畏的心理。相反，房地产投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资听起来就保险得多，因为当通货膨胀来临时，房地产的租金会看涨，其底层价值也随之升高。于是，一个问题便随之而来：人们——包括保守型投资者——到底为什么要投资于债券呢？

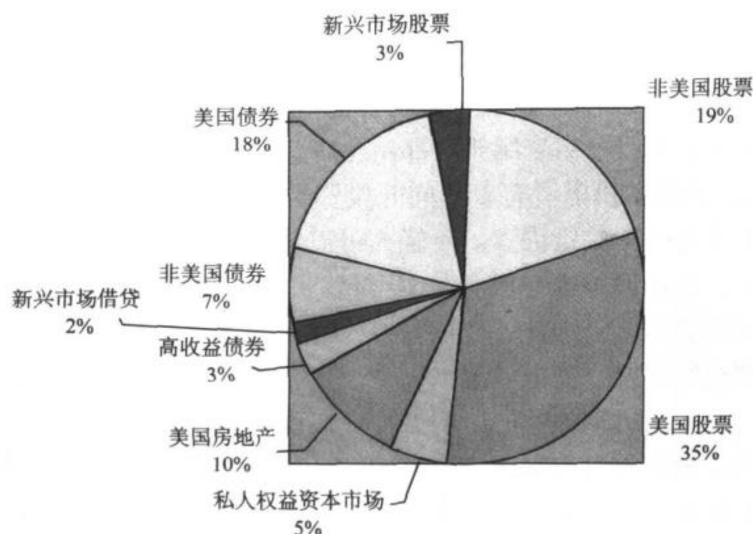
布林森指出，风险是一个辩证的概念。70 年代利率高涨，房地产类投资创下了极佳的业绩，而债券却价格猛跌；但是从 80 年代到 90 年代初，局面却完全逆转过来了：债券市场繁荣兴旺，房地产却一蹶不振。布林森说："这恰恰说明，随着经济环境的变化，这两种相关资产市场的风险可以彼此抵消。"套用专业术语来说，它们之间的协方差通常是负值——通货膨胀会有利于一方，同时给另一方造成打击。换句话讲，当二者的风险相互抵消时，收益回报却仍有增加。"总而言之，"布林森说，"这种类型的资产配置波动性不大，调整的余地也不大，最适合于那些持保守心态的投资者。"

中庸型的资产配置：与上一种类型相比，中庸型的资产配置设定的风险水平稍高，预期收益也稍高。在它的资产配置"饼图"上，固定收益投资所占的比例相对减少，而更具进取性的资产类别则有所增加，其中包括来自俄罗斯、中国、乌干达这些遥远地方的新兴市场证券。另外，私营市场（或称风险投资市场）也在其中占有一席之地——风险投资的对象，一般是房地产项目或刚起步的公司。投资者一旦把资金投入这个领域，就别想能很快收回成本，一般说来，五年内是不会见到回报的。但是，如果你有足够的信心，熬过一段漫长的、心里没底的日子，也许有一天你会发现，等着你的会是一次大丰收。

与保守型投资者相比，选择这种资产配置的人可能得到的回报更高，但他们所走的路也更颠簸。然而话说回来，资产配置的目的就是在不至于全盘皆输的前提下拥抱风险。虽说风险投资本身的风险性极大，但是投资组合中其它的资产类别可以在某种程度上抵消它的风险；同时，投资者的潜在收益也不会受到损害。

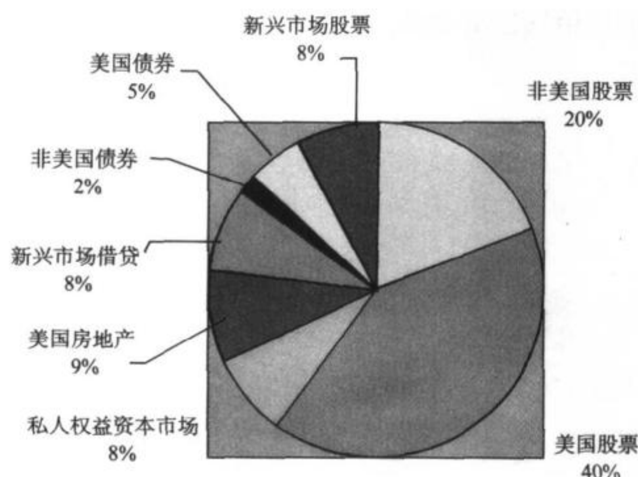
曾几何时，风险投资还是富人俱乐部的专利，因为只有他们才有实力担得起可能发生的损失。现在，越来越多的一般投资者也开始把这个资产类别加入到自己的投资组合当中了。就连那些毕生工作积蓄在 20 万到 50 万美元这个档次的人，也可以通过资产类别的多样化来控制风险水平，从而增加预期收益。当然，和那些富豪们相比，一般投资者在资产配置中的选择范围仍然不够宽广。不过，只要他们肯动脑筋，获利的机会仍然能够成倍地增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中庸型的资产配置范例图(资料来源:布林森合伙有限公司)

进取型的资产配置：如果你有那种“泰山崩于前而色不变”的定力，就配得上这里所说的进取型资产配置。从它的风险水平来看，进取型资产配置大致相当于完全由美国股票构成的投资组合。不过，它不是由单一的投资类别组成的，美国股票在其中只占到41%的比例。它的风险性主要表现在：1、来自新兴市场的股票和债券占了8%，这部分投资的风险比美国股票要大得多；2、与前面两种较为稳妥的类型相比，进取型资产配置当中债券的份额相对较小。



进取型资产配置范例图(资料来源:布林森合伙有限公司)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，怎样判断一个投资者是保守型、中庸型、还是进取型的呢？当你从头开始建构一个投资组合时，这当然是你所面临的首要问题。此外，作为投资管理人，当你为客户选择共同基金时，也要首先弄清这一点。如果没有足够的自知之明，光是模仿别人的投资组合结构，那不会有任何好结果。

“很明显，不同的投资者有着不同的投资目标，这一点是绝对合情合理的。”布林森说。年龄是一个关键因素。年轻人可以接受较高的风险水平，因为他们以后的日子还长，即使输掉也有机会东山再起。而对年长一些的投资者来说，稳健的收入来源则重要得多；因此，他们需要保守型的投资方略。同时，还要综合考虑到预期的现金需要量、税务状况，以及投资者本人对风险的承受能力，他有没有足够的耐心去等待远期收益的希望最终变成现实。

税务状况是投资不可忽视的一个方面。个人投资者在建构投资组合时，不可只考虑风险水平和收益目标，还要参考自己的税务状况而定。显然，这方面的考虑会把投资者导向税务负担最小化的投资领域，在选择投资类别时更倾向于市政债券或其它纳税较少的债券品种。

当布林森和他的合作者们从第一芝加哥银行手里买下第一芝加哥投资咨询公司，开始建立自己的布林森合伙公司之际，许多机构投资者正热心于全球资产配置。独立自主的日子没过多久，布林森合伙公司就被瑞士银行纳入到自己的麾下。布林森早年曾久居象牙塔中，险些终生与学术为伴，如今他放弃了令多少人垂涎欲滴的斯坦福大学博士学位，到实践中闯出了一条阳光大道，也算是得其所哉。他本人也喜欢这种把学术与冒险相结合的生活方式。“我喜欢自己的工作。”布林森用他那特有的简洁语气肯定地说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 风险与投资心理学 值得一搏

“我对历史怀有强烈的兴趣，它能对我说话。”作家、著名投资咨询师彼得·L·伯恩斯坦说道。他年轻时，在哈佛大学读书，一门课程——经济学入门，引发了他对经济学的浓厚兴趣。当时，约翰·梅纳德·凯恩斯[①]的巨著《就业、利息和货币通论》刚刚发表不久，整个经济学界受到震撼之余，正在饶有兴味地领悟和汲取凯恩斯主义的思想内涵。从此，伯恩斯坦便开始密切关注起了财经系统的运作规律。

从哈佛毕业后，伯恩斯坦曾先后供职于纽约联邦储备银行、二战期间的“战略服务处（OSS）”、威廉姆斯学院、纽约联合银行（先是管理债券投资组合，后又负责外汇管理）等单位；此后，他又加入了他父亲的老式财务管理公司，直到最终成立了自己的投资管理公司，为一些大型基金会、个人信托和财务管理公司提供高水平的投资咨询服务。1974年，伯恩斯坦创办了《投资组合管理期刊》，为投资领域新主张、新见解的研讨提供了一个讲坛——正是这些新主张、新见解，在重塑现代金融市场和投资行为方式的过程中，起到了极其重要的作用。伯恩斯坦还写作了一系列文章和著作，介绍风险管理的发展历程，从原始的管理办法，直到现代投资组合理论及行为金融学的最新进展。1997年，伯恩斯坦继约翰·邓普顿爵士、华伦·巴菲特和约翰·奈夫等三人之后，荣膺美国投资管理与研究协会颁发的最高奖项——众所瞩目的“卓越专业表现奖”。

“风险就是遭受损失的几率，”伯恩斯坦评论道，“自古以来，人们一直这么认为。但在资本社会里，这个观点就不够全面了。应当认识到，风险是一把双刃剑：既意味着危险，又蕴含着机

①约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes 1883～1946），英国著名经济学家。1936年，他出版了《就业、利息和货币通论》这本划时代巨著，提出“有效需求不足”的理论思想，被经济学界看作是一场理论革命。他的理论是宏观经济学的经典，至今仍然影响着各国经济政策的制定和当代经济理论的发展。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遇。没有风险就没有收获，这是每个资产管理者都应牢记于心的信条。”

伯恩斯坦指出，如果把美国历史上的风险与其它国家的做一下对比，就能看出这样一个事实：在一个开放的社会环境中，没有政令上的条条框框、摆脱了令人窒息的传统束缚，风险转化为成功机会的可能性，就会大大地提高。“历史上显赫一时的西班牙帝国，他们曾经从秘鲁和墨西哥掠取了那么多的黄金，不可谓不够富强。可是，它后来又怎样了呢？还不是走向衰败了吗？相反，只有弹丸之地的荷兰，还有孤悬海外的英伦三岛，它们却能把势力扩张到全球，积累起巨额财富。西班牙帝国是一个强权政体，组织结构严密，人民没有思想上的自由。他们虽然冒险远征，却不懂得怎样对风险善加利用，将其转化为最终的成功。而英国和荷兰都属于相对开放的社会体制。美国的发展模式与英、荷传统一脉相承，而且国力更为兴旺发达。美国的开拓、发展，自始至终就是一次冒险，特别是现在，由于我们的经济和社会结构比欧洲具有更大的弹性，我们仍然面临着更高的风险和机遇。从某种意义上讲，自由本身就是一种风险。而作为我们国家根基的‘民主’，这又意味着多么大的风险啊！”

大问题

近几十年来，美国经济前所未有地景气，许多投资者都把美国看成了躲避风险的避难所。数以千万计的美国人不是直接拥有股票，就是通过共同基金或退休计划等方式间接地投资于股票市场。又有许多人对于受通货膨胀因素影响而上下浮动的债券市场情有独钟。在这种全国投资的大气候下，投资大腕和准大腕们纷纷推出各种投资指南类书籍，向大众传授成功秘笈。然而，无论哪一种投资指南，都无法回答投资中最紧迫、最重要的一个问题：明天股价是涨还是跌？除非投资者能够有把握地对未来做出预言，投资将永远与风险相伴。“风险”用英语表达是risk，它来自拉丁语中的动词 risicar，意为“胆敢”；从这个角度来理解，风险本身就是人们敢于尝试未知的副产品。

风险并不是财经领域的专利，它深植于我们日常生活的方方面面。每当你做出抉择之际，都会冒一定的风险——在餐馆点菜时，厨师的调味工夫可能不到家，这是一种小小的“风险”；进城购物时，你决定不坐公共汽车，而是自己开车去，也有遇到塞车或者发生事故的风险；要向心爱的人倾诉衷肠，你得冒着被对方一口回绝的风险；参加蹦极运动，自然要冒更大的风险（也许你会感到不舒服，也许绳索会断裂……）。但是，假如你勇于尝试，又没发生上面所说的意外，就肯定能取得令人满意的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从古到今，风险的性质并没有发生多大的变化。1929 股市大崩盘的前三年，亨利·霍华德·哈泼出版了《投机心理学》一书。书中写道："一切投机，包括最保守的投资行为，都含有一定的风险。人所从事的任何行业都多少是一种赌博：婚姻是一种赌博；政治立场也是一种赌博——事实上，我们生活中的每一件事，就连生存本身都包含着不确定因素。然而，人们并未被这些风险所吓倒，依然安之若素地生活下去。那些一味追求安稳与确定的人，他们在生活中所能得到的东西是非常非常有限的。"

风险意味着有多种可能性摆在你面前，而现实将向哪个方向发展，却不得而知。谁都不可能生着勘透未来的慧眼。"风险是关于生活的，而生活则是指向明天、指向未来的，指向我们所不知道的一切。"伯恩斯坦说，"风险确实是关于生活的，因为生活就意味着走向一个未知的明天，一路上需要不断地做出选择和决定。我们要选择和谁交朋友，到哪个医院去看病，过马路时要不要闯红灯。正如我们在股市上需要选择是否买进'通用汽车'，或卖出'通用电气'？我们每时每刻都在考虑关于未来的问题，却从不知道确切的答案。"

跑马灯[1]上数据的每一次跳动都无情地提醒我们，如果判断失误会造成怎样的后果。有时候，交易的结果确实令人喜上眉梢；然而，尽管投资者都想当常胜将军，却没有人能做到从不出错。在伯恩斯坦的眼里，这样的风险既可怕又令人感到兴奋。可是，在我们这个推崇成功的文化氛围当中，大多数人却很难坦然地接受失败。失败的事实啮咬着他们的内心，令他们怀疑自我，丧失信心。一旦赔了钱，往往陷入痛苦的疑惧，哪怕并没有其他人知道这件事情。许多损失似乎是不可挽回的——当你把辛辛苦苦积攒下来的养老钱都投入到股市中的时候，大盘每跌一点，你就会觉得自己的未来又黯淡了一点。

"投资的最大风险不是买进下跌的股票，不是犯错误，也不是预测失误——所有这些都不可怕，"布林森说，"怕就怕出了错以后不知道如何应对。因为，犯错误是谁都难免的事情。"有些时候，就连见多识广的投资老手也会张皇失措，以致在大好局面

①跑马灯：显示股市实时交易行情的设施。跑马灯上的数据，包括上市公司的公司代号、股票价格和成交量。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下选择去轻率涉险，或是在情况不妙时失去魄力，不敢承担一丝风险。伯恩斯坦还记得，1931 年当股市大盘已经见底之际，他的父亲曾苦谏投资伙伴不要撤出股市，却白费口舌。这些人被一而再、再而三的损失吓破了胆，投票决定解散公司、退出股市——就在大盘的最佳获利点上，他们选择了放弃。

不管咨询专家们的意见如何，每个人对风险的心理承受能力却绝对是别人干涉不了的。曾获 1970 年诺贝尔经济学奖的美国经济学家保罗・塞缪尔森警告说："无论是经济学教授也好，教堂神父也好，谁都不能告诉你，你的风险承受力到底有多大。"当你在投资场上赔了钱的时候，理性和经验都没法安慰你——这是塞缪尔森的经验之谈——他曾为母亲买过一单可可期货，结果价钱却跌了 30%。他说："那时候，她着实恼火了一阵子。"

关于火鸡的话题

无论是经验老到的投资者，还是刚出道的新手，面对风险都有着同样的问题。"人类与生俱来的每一种直觉冲动，似乎都本能地与股市上的成功背道而驰。正因为如此，取得成功才这么难。"弗莱德・C・凯利在他 1930 年出版的《成功与失败的奥秘》一书中这样写道。投资并不是一种观赏性运动。一个棒球迷，可能每天都在关注媒体上有关自己心爱的球队的报导，但是他并不想加入棒球大联盟球队。然而投资者却不同，只凭着对市场微乎其微的了解，他们就敢于兴冲冲地在股市、债市里面闯荡，毫不觉得自己不够资格。凯利写道："许多人既无天才，又缺乏锻炼，落到一事无成：既当不好马戏团的小丑，又唱不了歌剧，连杂货店都不会开。可是，他们却梦想在世界上最复杂、最困难的游戏——炒股中，能一举成功。这种轻巧发财的信念，无疑是最常见的一种'撞大运'式的想法。"

举个例子说，投资者为什么常常握着节节上涨的股票不肯出手，总想把最后一滴油水都榨尽？凯利承认，自己内心也有这种愚蠢的冲动；为了解释这个问题，他给读者讲了一个他亲身经历过的捉火鸡的故事：

"我认识到，人们在股市上输赢的原因，主要是心理因素，而不在于经济状况。人类的某些心理倾向是不利于投资成功的，而这些倾向在我们每个人身上几乎都存在。为什么我们总是把赚了钱的股票死死地攥在手心里，而不能及时抛出？为什么我们宁愿眼看着股价节节下跌，却舍不得斩仓退出？"

"我忽然发现，自己在股市上的举动，几乎和我小时候认识的一位老人一模一样。老头儿做了个捉火鸡的笼子，一个很粗糙的机关，就是一个大笼子，笼顶上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

焊了个活动门。老头儿用小棍撑住笼门，棍子上系了一条绳子，绳子的另一头牵出100多英尺外，握在守候的猎人手里……等到进笼的火鸡够多之后，老头儿只要把绳子一拉，活动门翻落下来，火鸡就出不去了。而笼门一旦关上，就没办法在远处再将它打开，你只有到笼子跟前去。这样一来，就会吓跑笼子周围的火鸡。所以，最好是等到你认为笼里的猎物已经够多的时候，才拉动这个机关。”

有一次，老头儿埋伏了半天，一共有12只火鸡进了笼。可是，他还没有来得及拉绳子，有一只火鸡溜溜达达地又出来了。你肯定以为，他会拉动机关，把剩下的11只捉住吧？可是，他却没这么做。他决定再等等，让那只出来的火鸡返回笼子再说。可是，外面那只火鸡没有回去，笼子里的火鸡反倒一只跟一只地溜达出来，笼子里只剩下一只了。“再等等看，”老头儿对凯利说，“只要再有一只火鸡钻进笼子，我就拉绳子；不然，就干脆等着最后那只也出来，我一只也不要了！”结果怎样呢？笼子里的那只火鸡也摇摇摆摆地走出来，加入了鸡群。凯利说，老头儿只好空手而归。

精明的投资者也会犯错误，但他们极少低估股市令人失望的一面，特别是当大盘处于涨势的时候。已故的亨利·戈德伯格先生是纽约证券界的领军人物，投资专家，他从一九零几年开始，就在纽约的院外市场交易所[1]买卖股票了。有人曾请他用一个词来形容一下股票市场，他略微顿了一顿，就答道：“险象环生。”是的，股市的脾气真像是小孩子的脸，说变就变。投资者花了几星期、几个月、甚至几年的工夫，才积攒下一点收益，却可能在转眼之间化为乌有。只要想想1987年10月、1997年10月的两次大股灾，就足以明白股市的险恶了，更不用说，历史上还有过1929年10月的崩盘惨剧。

说起来，今天的投资者可能会觉得不可思议。其实，大盘有时候会在很长一段时期内没有大的起色。1966年1月，道·琼斯工业股票平均指数几乎达到1000点，到了1970年5月，却跌

①纽约院外股票交易所：现美国股票交易所的前身。从19世纪后期开始，一些没有取得纽约证交所会员资格的经纪人，聚集在街头进行交易。人们把这些经纪人称为院外栏石上的经纪人，他们的市场就是院外市场（The Curb）。1911年，纽约院外市场联合会正式成立。1921年，他们拥有了新建的交易大厅，这个交易市场就被称为纽约院外市场交易所，直到1953年改名为美国股票交易所。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

落到631.16点的水平——跌幅达到37%；经反复盘整，到1972年11月，首次以超过1000点的指数报收。在这个高度，大盘又再度下泻，直落42%，此后又经多次盘整拉锯，直到1982年10月才稳定在1000点以上。总地看来，从1966到1982年这16年间，大盘并没有取得真正意义上的业绩；况且，这一路又是如此大起大落，惊心动魄。套用现在的数据来说明一下：这样的震荡幅度，就好比道·琼斯平均指数从1998年的8200点一下子跌到5000点以下，又经历长期盘整，终于在2013年恢复失地，跨过8200点大关。你说惊险不惊险？

如果投资者无视这种“歉收”的可能性，固执地认为大盘会不断上涨，他们就可能面临着严重的金融风险和情感打击。另一方面，一味地规避风险也同样是缺乏谋略之举。投资者如果这么做，就等于白白放过赚钱的机会，等到他年老体衰，要靠今天的投资所得来生活的时候，就会因为没有钱而吃大苦头。

眼不见，心不烦

1936年秋，伯恩斯坦成为哈佛大学的一名新生。那时候，理论界对投资风险的研究，还处于较原始的阶段。虽然本杰明·葛拉罕和大卫·多铎合著的《证券分析》一书早在1932年便已出版，但这本日后被尊崇为基础证券分析之《圣经》的著作，那时尚未引起剑桥经济学名人们的注意。至于投资风险和效率市场这些研究领域，在当时更是无人问津——而在以后的几十年间，金融经济学家们凭着在上述领域的突破性成果，接连夺取了数个诺贝尔大奖。当时，伯恩斯坦他们所用的课本，其内容大都采自阿尔弗雷德·马歇尔[①]于1890年出版的《经济学原理》一书。“我们的教科书里，对股票市场投资只字未提。”伯恩斯坦的同窗好友、出色的经济学家罗伯特·海尔布伦回忆说。海尔布伦和伯恩斯坦在高中时就是校友，两人一同毕业于纽约市的霍瑞斯-曼预科学校，一起进入哈佛，临毕业那年，海尔布伦以微弱的优势挤掉伯恩斯坦，夺得经济学系的“特优生”荣誉，而伯恩斯坦只好

①阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall，1842～1924）十九世纪经济学大师，剑桥经济学的奠基人，也是现代经济学的创始人。其代表作是1890年出版的《经济学原理》。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

屈居"优秀生"的地位了。海尔布伦评论说，对手的论文"更具分析力度"，而文字感染力不足。回忆起在哈佛的求学生活，伯恩斯坦和海尔布伦两人都微笑地提到了他们的导师，伟大的俄裔经济学家、1973年度诺贝尔奖获得者——华西里·列昂惕夫[1]。大师的思想固然精辟，可惜英语说得不好，带着一副浓重的俄国腔，令听课的学生们费尽了脑筋，有时候就连关键的词句都听不太懂。[2]

当时，凯恩斯的理论在经济学领域占有主流地位。"1929年以前，经济学界普遍认为，并不存在经济萧条这码事，"伯恩斯坦回忆说，"就算真有发生，也只不过是经济体系运行中的摩擦力所造成的，而不是体系本身固有的弊端。但是，凯恩斯站了出来，大声宣布：是的，它的确是资本主义经济体系的固有缺陷。此外，这种体系还会带来失业均衡。凯恩斯的理论已经完全背离了传统的经济学观念，为我们准确描述现实的经济状况提供了一个理论框架。"

大学毕业后，伯恩斯坦应邀加入了纽约联邦储备银行的研发部。一年后，正当美国卷入第二次世界大战之际，他又转入该行的外汇管理部门。据伯恩斯坦自己介绍，他的研究范围十分广泛，上到凯恩斯的经济理念，下到德国及整个轴心国集团筹集战争资金的手段，以及美国中央银行系统在战时的作用，等等。当时，联邦储备机构还没有将整个美国银行系统纳入其权限范围。伯恩斯坦观察到，由于大萧条期间外国黄金大量涌入美国银行，而放款方面又几乎陷于停滞，造成商业银行手中握有数十亿美元的超额准备金，而这一大笔钱多半不在联邦储备机构的管辖范围之内。

战争期间，伯恩斯坦抱着一腔爱国激情，决心投身到更直接的战场上去。他报名参加了美国空军的地勤部队，但是，由于视力不好而无法胜任工作；军方赞赏他超凡的分析能力，把他派到了华盛顿特区的"战略服务处"——这个机构简称OSS，是大名鼎鼎的美国中央情报局的前身。任职期间，他主要负责研究战略

①华西里·列昂惕夫（Wassily Leontief, 1906～1999）俄裔美国经济学家，1973年度诺贝尔经济学奖获得者。他发展了投入产出方法，该方法在许多重要的经济问题中得到运用。（译者注）

②海尔布伦和伯恩斯坦两人都说，分不清列昂惕夫教授说的"增长（increase）"与"降低（decrease）"——而这两个概念在列昂惕夫的理论中占有非常重要的地位。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物资的供应问题，特别是德国境内的铁合金供应情况。远离战场的伯恩斯坦依然心痒难熬，经过一番活动，终于在空军中搞到了一个职位，先被派往北卡罗莱纳州进行三个月的基础训练，又到耶鲁大学[1]接受为期五个月的航空通讯员培训。他终于争取到了作为空军上校赴欧洲作战的机会，不过，在此期间，他还必须担负起 OSS 授予他的秘密使命。

① “我的根不在哈佛，我的根在美国空军。”这位哈佛毕业生后来说道。（原注）

1946 年 9 月，美国股市遭遇到二战结束以后的头一次严重滑坡，这引起了广泛的恐惧心理，人们普遍担心再次发作 1929 年那样的大崩盘。当时，伯恩斯坦正在威廉姆斯学院经济学系任教，过着悠哉游哉的生活，华尔街上发生了什么，他并不放在心上。但是，这样的日子没过多久，他就感到了压力：要想晋升自己的学术职称，就必须取得研究生学历才行。于是，他在一年后离开了威廉姆斯学院，进入纽约联合银行——纺织工人联合会下属的银行机构。起初，伯恩斯坦以经济学家的身份加入该行，并负责债券投资组合的管理，不久又转到外汇管理部工作。当时，正值以色列刚刚建国，伯恩斯坦所在的部门很快发展成为美、以之间商务活动的枢纽。

伯恩斯坦在银行业中一共工作了五年。1951 年，他加入了他父亲于 1934 年创办的伯恩斯坦-麦考莱公司。“公司的客户都是些文雅和气的有钱人，我们所扮演的角色，就像专为富翁们服务的社工人员。”伯恩斯坦回忆道，语气里有些许的嘲讽，又多少有些怀旧式的感伤。“听着，年轻人，你不用做些什么来让我发财。我已经发财了。”一个富有的客户对他说——此人的公司刚刚上市，的确非常有钱；而他的这句话，仿佛至今还在伯恩斯坦耳边回响着。与今天以业绩为重的投资气候相比，这样的态度真像是远古以前的事情了。“我们公司的经营重点不在投资业绩上，而是提供一种辅助性的服务，”伯恩斯坦介绍说，“我们会参与到客户生活的方方面面，为他们提供理财帮助。人们一旦告诉你他们拥有多少财产，就等于把他们生活中最重要的事情告诉给你了。”1965 年，伯恩斯坦成为他父亲公司的总裁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯恩斯坦掌权以后，公司里的一些年轻合伙人纷纷表示，应当尝试一些风险性更强的新业务，比如，着手培养一个养老金基金的客户群，等等。但是伯恩斯坦的态度却不像他们这样着急。他考虑到，自己的投资占了公司本金的相当大一部分，不如先采取措施改善公司的持股结构。1967 年，伯恩斯坦决定，把公司的控股权益卖给卡伯韦公司（Carter, Berlind, and Weill），一家业务红火的新建证券经纪公司；相对而言，这样的公司更适于应对大的投资风险。[1]伯恩斯坦的新股东们是一群年轻而活跃的投资银行家，其中包括后来担任了证监会主席的亚瑟·莱维特。他们的领头人是绰号"桑迪"的桑福德·韦尔，他最为擅长运作公司的并购，在以后的职业生涯里，策划了一连串的并购活动，先吞并了老牌经纪公司 Hayden Stone，1974 年 Hayden Stone 收购了 Shearson Hamill，1979 年 Shearson Hamill 又收购了 Loeb Rhoades……所有这些公司，都是当时投资业界熠熠生辉的名字。桑迪·韦尔凭着这一连串轰动华尔街的收购行为而一举成名。后来，伯恩斯坦时常兴致勃勃地说，桑迪·韦尔收购的头一家公司，就是他的伯恩斯坦-麦考莱公司。

在伯恩斯坦的管理下，公司业务蒸蒸日上。但是，到了 1973 年，伯恩斯坦却决定放弃这种极端紧张的生活方式，不再直接为客户管理投资事务了。他和妻子巴巴拉一起，以他的名义创办了一家新公司，主要业务是为大的基金会、投资管理人和大型个人信托机构提供高级投资咨询服务。

"你是否战胜了市场？"

与 60 年代末、70 年代初的大多数职业投资顾问不同，伯恩斯坦不但不小看学术理论，反而虚心求教于财经领域的顶尖思想家们，其中就包括比尔·夏普。1968 年的一天，夏普突然向伯恩斯坦发问："你能战胜股市吗？"伯恩斯坦一下子怔住了。"我从来没有想到过，人还能战胜市场，"他说，"我想，应当说我们战胜过它。我入行的头十年里，我们确实做到了这一点。因为当时的市场还不像现在这么复杂，如果运用一种系统化的方法，你

①莱维特加入卡伯韦公司后，该公司吞并了老牌经纪公司 Hayden Stone。但公司管理层不知道 Hayden Stone 将给他们带来收益还是负担，因此，为保险起见，他们把公司名称改为 CBWL-Hayden Stone。不过，这个名头缩写形式在华尔街上立即成了笑柄，人们把 CBWL 故意误解成菜单上的 Corned Beef with Lettuce（咸腌牛肉配生菜）。（原注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是有可能战胜一般投资大众的。”

即使在后来股市高速发展的时期，机敏的投资者还是能经常击败市场。“我们买进了一些高速成长的股票，”伯恩斯坦回忆道，“股市在发展，我们抓住了这个大好时机，大量吃进。我们买进了丹碧丝，买进了吉列——每种都吃进了很多很多。”在此后的30多年间，这两种股票一直都被投资者视为最好的投资对象。丹碧丝公司后来被其它公司吞并了，但吉列公司的股票至今还是股民们的热门选择。

为什么今天要战胜市场就不那么容易了呢？伯恩斯坦指出，因为在今天的任何一家上市公司中，机构投资者的持股比例至少都占到一半以上；而在50年代和60年代早期，他们顶多持有上市公司全部流通股当中的一小部分。自从1929股市大崩盘以后，大多数保守型的机构就不允许其旗下的养老金基金以受益人的名义拥有任何股票——这种情形一直延续到70年代才有所改变。投资者持有的大多数股票，都是在大萧条期间购买的，要想将其卖出，投资者通常要缴纳高额的资本利得税。这样一来，就没有多少人愿意卖出股票了。当个人投资者果真进场交易时，他们又极易在从众心理的引导下，陷入过度反应的误区。

伯恩斯坦认为，自己曾长期与学术界打交道，所以才那么喜欢探讨理论问题。他在华盛顿学院任教时，曾经开设过经济学入门课程；还在纽约社会研究学院讲授过货币银行学。1965年，兰登书屋出版了他的《货币、银行与黄金入门》；此书一经问世，便深受读者欢迎，发行量达到数万册。直到今天，许多大专院校的经济学系还用这本书做基础教材。

70年代，一次长达两年的熊市激发了投资者对风险控制理论的兴趣。1974年，股市行情一片黯淡，按标准普尔500指数测算，该年度股市跌幅竟达到了40%。伯恩斯坦认定，投资界需要新的风险管理办法，于是便在《机构投资者杂志》的大力支持下，编辑出版了一份新的杂志——《投资组合管理期刊》。

亡羊补牢与狂欢聚会

1974年8月，在新杂志的创刊号中，伯恩斯坦尖锐地批评了投资业界存在的种种弊病，真可谓激扬文字，挥斥方遒：职业投资者的糟糕表现，学术界进行理论普及的可怜的、不成功的努力，客户们对证券市场软弱无力的把握，以及管理方一而再、再而三的亡羊补牢之举，这一切都逃不过伯恩斯坦的犀利锋芒。随后，伯恩斯坦又以流畅的文字勾勒出新刊物的使命：

“我们这本杂志，恰恰创刊于投资业界的一个紧要关头。过去五年中，投资组合管理的可悲业绩已然清晰地摆在我们面前。然而，造成这种现象的原因究竟何在？答案似乎还在一片朦胧之中。我们投入的研究成本不可谓不高，进行的经济学分析不可谓不够复杂，此外，我们更多地关注了决策结构，对风险与回报关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的了解也在日益加深。按理说，这一切努力应该得到好的回报；可是，为什么我们还是遭到如此惨痛的挫败？”

“本刊创办的目的，就是要开辟一块交流的园地，让投资从业者、学术界人士、管理方和客户，共同拥有一个自由对话的平台，在这里发表各自的意见和见解，求同存异，展露新鲜的观点，就投资界中历久常新的风险调节、选股、交易时机等问题进行探讨。”

在伯恩斯坦的编辑和领导下，《投资组合管理期刊》很快发展成为展示投资业界最新思想的著名论坛。该杂志的创刊号中，就收录了关于效率市场、股价不规律波动、贝塔理论等方面的文章；其作者阵容，包括 1970 年诺贝尔奖得主保罗·萨缪尔森，贝特马奇金融管理公司的董事长、指数基金的早期拥护者、著名逆向投资大师迪恩·李巴伦，还有已故的经济学家费舍尔·布莱克，他与梅伦·索尔斯一道提出的布莱克-索尔斯定价模型(Black-Sholes Options Pricing model)，直到今天仍然被投资界广为运用。在以后的各期中，有威廉·夏普关于投资组合管理中风险调节方面的文章，有约翰·肯尼斯·加尔布雷斯撰写的大萧条回忆录，还有联邦储备银行董事亨利·C·沃利希的投稿，讨论如何在通货膨胀影响下的债券市场中进行投资创新并保持活力。1975 年春季，正当固定收益投资组合大行其道，以比尔·葛罗斯为代表的一批积极型债券管理人在投资市场上叱咤风云之际，《投资组合管理期刊》不失时机地选登了一批创新性极强的学术论文，这些文章都是围绕着固定收益投资组合管理这个主题的，一时间引起了很大反响。

1973 ～ 1974 年间的漫长熊市，令投资业界把目光投向了一个姗姗来迟的话题：风险-收益权衡。其实，关于风险-收益权衡的理念历史上早已有之，不仅早于《投资组合管理期刊》的介绍，甚至比阿尔弗雷德·马歇尔的著作（伯恩斯坦和海尔布伦早年在哈佛读书时所用的教材）还要早。从 17 世纪的远洋货船的船东到现代航天飞船的工程师，历代的投资者都相信，有可能运用技术手段调节风险，使形势有利于自己一方。1841 年，查尔斯·麦凯（Charles Mackay）出版了一本书，叫做《异常大众妄想与群体疯狂》。书中记录了历史上几次最为疯狂的大众投机事件——荷兰的郁金香热、英国的南海泡沫[①]以及法国的密西西比

①南海泡沫：英国的南海公司成立于 1711 年，它在 1720 年承包了整个国家的债务，作为交易条件，政府要逐年向公司偿还债务，同时公司还获得了对南海和南美洲的贸易垄断权。公司日后财富增加的前景被疯狂炒作了一番，公司的股票价格狂飙，每股超过 1000 英镑，掀起了投机热潮。到当年夏天快结束时，公司的股票暴跌，造成有史以来英国的第一次股市灾难，数千名投资者破产。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计划，[1]这些欺诈事件的后果，是数以千计的投资者家破人亡，那些国家也被逼得几近破产。此书文笔生动，栩栩如生，颇具感染力。后来的许多投资著作都引述过其中的内容，借以说明当投资风险与群体效应相结合时，会产生多么可怕的怪胎。如果麦凯生活在今天，他大概会在书中添上许多新的内容：50 年代末的电子繁荣、60 年代的所谓概念股神话、70 年代的五十顶尖大盘股、80 年代的石油和房地产炒作……以后还会发生什么？风水轮流转，在 90 年代及新的世纪里，大概又要轮到高科技股了吧？[2]

继麦凯的大作出版半个世纪后，法国医生、社会学家古斯塔夫·勒朋又写出了《民众心态研究》一书，讨论人类群体所散发出的那种荒谬的非理性力量。勒朋指出，当人们被群体疯狂左右时，他们的个人判断能力消失殆尽，对风险的预见能力也大大降低。勒朋在 1895 年说："当单个的人合成'群体'后，他们的大多数行为显示出一种怪异的心智退化倾向。"

"研究发现，人类群体的基本心理特征在于，它几乎完全由无意识动机所引导。它的行为不像是由大脑指挥的，倒更像是由脊髓支配的。在这种意义上，可以将人类群体比做一种较原始的生物。它的动作可以完成得完美无缺，但这并不是在大脑指令下做到的。群体中各个成员的行为取决于其脊髓对刺激源做出的反应……而一个群体的总体表现，则反映了所有外来刺激源对它的作用。它是本能反应的奴隶。人在独处时，遇到同样的刺激，他的大脑会告诉他，直接服从于本能反应的害处，因此他会选择更明智的应对。从生理学角度讲，我们可以说，单个的人拥有主宰自己本能反应的能力，而合成群体后，人就丧失了这种能力。"

早在 1929 大萧条前的几年，美国的一些经济学家和热心于股市投资的人士就开始讨论心理学、经济和市场风险之间的联系。《政治经济学期刊》发表了经济学家约翰·莫里斯·克拉克的一篇论文，题为《经济学与现代心理学》。在这篇论文中，克拉克告诫经济学界的同行们，要面对现实。"假使经济学家从心理学家那里借用了关于'人'的概念，他的研究本身仍有可能属于纯粹的经济学范畴；"克拉克说，"可是，如果不这么做，他还是无法避开心理学；他只有勉为其难地靠自己来构筑这个概念，

①密西西比计划：1717～1720 年发生在法国的一起大规模金融欺诈事件，主角是苏格兰人约翰·罗，一个精明的赌徒、金融冒险家。他在当时执政的奥尔良公爵支持下，成立银行，大量发行纸币，又以开发北美密西西比河流域资源的名义发行股票。一时间，整个法国之为如痴如狂，掀起了一般投资风潮。几年后，当这个纸上王国轰然崩塌时，国力已到了衰竭边缘，无数人为之倾家荡产。（译者注）

②本书出版于 1997 年，作者似乎敏感地嗅到了即将到来的"网络泡沫"的气味。（译者注）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么一来，他就必定会搞出一个糟糕的心理学概念来。”

亨利·霍华德·哈波曾经在一篇文章中描绘了大萧条爆发前三年的那种“山雨欲来风满楼”的经济气氛。在群体效应的影响下，投资者大多将平时的风险节制方法抛诸脑后，陷入一种近乎疯狂的状态。“看涨的投资者已经达到了歇斯底里的地步，他们根本不管上市公司的收益率如何、股息收入高低，一味地疯狂吃进，”哈波以警告的口吻说，“只要听到一点涨的消息，他们就会蜂拥而上，跟风买进。股价涨得越高，他们买得就越多，而在他们身后，又有更多的人跟了上来。”

可惜的是，智者的告诫并未唤醒投资大众的迷梦。投资者在自欺欺人的高烧状态下，完全违背了或然律的法则——如果说，不是违背了基本常识的话。他们总是跟在别人后面炒作，而且永远迟到一步，结果陷入高买低抛的泥潭。

反潮流之父

在反对群体效应这方面，没有任何人比亨弗雷·内尔更加立场坚定、敢冲敢打。1949 年，《生活》杂志曾半开玩笑地给他起了个绰号，称他为“反潮流之父”。从 1949 年到 1974 年，整整 25 年间，他躲在弗蒙特州萨克斯顿河镇自家的谷仓里，出版了一期又一期《反潮流通讯》，直到临去世之前才停止。他的订户不多，但都非常忠实——其中包括爱德华·C·约翰逊二世，把富达基金发展成今天这样实力雄厚的共同基金的，正是此人；还有个人理财专家西尔维亚·波特；著名的电影演员马龙·白兰度，曾向内尔咨询过黄金投资方面的问题。彼得·L·伯恩斯坦也算这些人中的一个。他回忆说：内尔总是鼓励人说出不同见解，“你说的话越是叫他生气，他越是想更深入地了解你的意见。”

“股市行情走低时，它未来的趋势还会更低；而行情走高时，它还会涨得越来越高。”内尔在 1962 年 6 月的《反潮流通讯》中提醒读者，“这听起来有点荒唐，是吧？不过，它正是对群体效应心态的一个客观描述。投资大众总是随大流、赶潮头，不肯自行歇手，直到有一天，这潮流把他们甩出局才算罢休。”内尔这番话，是针对当时大盘连续六个月持续下滑，有感而发的。而股指的滑落，又起因于投资大众狂抛热门成长股的群体行为。那是一阵传染性的恐慌行为，使得道·琼斯指数自 1961 年 11 月到 1962 年 6 月间的跌幅达到 27%之多。内尔用一句格言总结了他对群体效应的看法：如果大家的想法都一样，那么大家就可能都错了。（内尔还为 1975 年冬季号《投资组合管理期刊》撰写了《大萧条亲历记》，讲述了他在那个灾难时期的亲身见闻。）

抱定了向投资业者宣传投资理论这样一个宗旨，伯恩斯坦把《投资组合管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期刊》办成了一个研讨新理论的论坛。尽管投资业界早已对现代投资组合理论有了一些支离片断的了解，但是，在哈里·马科维茨关于投资风险与收益关系的研究成果出台40多年之后，仍然有必要向投资界全面地介绍一下现代投资理论。当时投资实践中迫切需要的，是一种能把投资风险纳入考虑范围的定价模型。

马科维茨指出，控制投资风险的有效方法就是分散投资。这一理论的根据是，所有的证券并不都是同涨同跌的，在市场因素的刺激下，它们当中有的涨、有的跌，而且涨幅和跌幅各不相同。它们之间的相关性，在学术上称为“协方差”。根据这个协方差，我们可以对投资组合进行适当的调整，在维持原有收益水平的前提下，让各个投资对象所固有的风险在一定程度上彼此抵消。马科维茨的理论与当时流行的“集中投资”观念完全背道而驰，所以此说一出，在理论界造成了极大的轰动，简直像在平静的湖面上投下了一颗炸弹。然而，在马科维茨的协方差和分散投资见解背后，有着完善的理论支撑并以市场数据为依托，它不但坚定地站稳了脚跟，而且由此开创了一个现代投资组合理论的新纪元。

马科维茨抛出的“理论炸弹”在学术圈里引发了激烈的争论，但也仅限于学术圈子而已。例如，詹姆斯·托宾早在1958年就在一篇突破性的论文中提出，一个由市场上全部股票按真实比例构成的投资组合，能代表风险-收益间的最优权衡。然而，直到十多年后才有人进一步将这个论点发展到实用阶段，让职业投资界可以理解并加以应用。这位功臣名叫比尔·夏普，他研究出了一种方法，能在无数个股的汪洋大海中方便地测度它们彼此之间的相关性。夏普指出，我们并不需要逐一测定每两种股票之间的相关性；事实上，只要判定一种股票较它以外的市场间的相关性就可以了。他的单一指数模型，后来改称为单一因素模型，为投资界引出了“贝塔”的概念，用以测度一只股票或投资组合相对于整个股市而言的波动性。凭着这方面的杰出贡献，夏普得以与马科维茨及另一位经济学家默顿·米勒一起，共同分享了1990年诺贝尔经济学奖的桂冠。

在贝塔理论的基础上，财务经济学家们接连不断地提出了各种改进型的分散投资技巧。夏普本人也推出了衡量每单位风险回报率的夏普比率，以及著名的资本资产定价模型（CAPM），用于判断风险证券的价值。所有这些理论和应用研究方面的进展，都为指数基金的出现铺平了道路——指数基金的概念，首先是承认普通投资者在不掌握内部信息的前提下，根本不可能长期战胜市场。随之而来的是布莱克-索尔斯期权定价模式。接下来，又涌现出一种人称“套利定价模式”的技术方法—其发明人有两位，一位是耶鲁大学财经系的斯蒂芬·A·罗斯教授，另一位是加利福尼亚大学洛杉矶分校的理查德·罗尔教授。这些新的技术方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进一步扩展了分散投资与风险管理的空间。

新风险

正当经济学家们努力完善风险管理的手段时，华尔街却在忙于炮制新的风险种类。与过去相比，今天的投资者所面对的风险菜单品种更丰富，相对应的收益水平也各不相同。从相对安全的银行存款、美国公债，直到高风险、高收益的海外借贷和新兴市场证券，包括某些极端的例子。比如，在某个遥远贫弱的国家，全国只有一两家银行，寥寥无几的公用事业，也许还有几家专营材料出口的贸易公司，支撑着该国经济的大半壁江山。在这个国家里，有一个新起步的公司，它所发行的证券，你敢买吗？另一方面，各种金融衍生手段也作为一种投资类别崛起于投资市场。它们的价值随相关证券的价格变化而上下浮动；从长远的角度看，衍生性投资手段虽然风险较高，但是，投资者如果将其与风险水平不同的证券品种进行合理搭配，就能有效地降低投资组合的整体风险。

尽管拥有这么多复杂的投资工具，又有无数的前车之鉴，今天的投资者还是常常会犯一些愚蠢的错误，这就叫人不明白了。金融学教授梅尔·史塔曼（Meir Statman）在一篇名为《需要买多少只股票，才能算分散的投资组合？》的论文中写道："看来，依照马科维茨的观点所得出的投资组合建构准则，并不足以指引投资者走上正确的道路。"投资大众往往对合理的分散化投资机会视而不见。难道仅仅是出于减少交易成本的考虑？这似乎有些说不通。

行为金融学的宗旨，就是寻找以上问题的答案。具体地说，就是揭示投资决策中的无数非理性因素，并指出合理的行为方式。为确切地描述投资者应对风险的真实情形，行为金融学的先驱们发展出了一套新的表述方法，如损失回避、框架效应以及心理账户等概念，从而清晰地标明了新老投资者都容易陷入的心理误区。量化分析家们所建造的是投资行为的人工智能模型，而行为金融学家却不同。有一位行为金融学专家曾经半开玩笑地说："我们所研究的，更大程度上是自然状态下的投资愚行。"

作为一个学术派别，行为金融学研究发轫于70年代中叶。1995年，《新闻周刊》在一篇文章中写道："20年前，心理学与经济学的结合，生发出了一种新的边缘学科，这便是行为金融学。""这个领域的开拓者，是两位以色列裔的心理学家——来自普林斯顿大学的丹尼尔·卡恩曼（Daniel Kahneman）和来自斯坦福大学的阿摩斯·特沃斯基（Amos Tversky，已故）。他们提出，经济学不只是一门研究投资者怎样用理性手段实现财富最大化的学问。他们通过友好的交流和耐心的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解释，逐渐使其他学者认识到，应当重视投资决策当中的非正常心理因素，如，羊群效应、非理性恐惧以及自我控制能力削弱，等等。他们断言：如果你忽视了心理因素，你就无法对人们的行为做出恰当的预期。”这让我想起了约翰·莫里斯·克拉克[1]在1919年说过的话！

[1]约翰·莫里斯·克拉克（1884～1963）美国经济学家、心理学家。哥伦比亚大学教授。

心理怪现象

卡恩曼和特沃斯基有力地论证了下面一个古怪的心理现象：获利与损失在投资者心理上造成的震撼力是大不相同的。人在遭受损失时心理上受到的震撼，比挣到同样多的钱所带来的心理影响力大两倍。有这样一个实验，实验者把一批带有校名标志的咖啡杯（很不错的畅销货！）送给半数的参与者，他们既可以自己留下使用，也可以把杯子卖掉；另一半的参与者则要出价来买。反复实验的结果表明，拿到杯子的人普遍存在着一种惜售心理，他们所认可的售价比购买方的平均出价高出一倍！这个2：1的惜售比例，在更多的行为金融学实验当中，都一再地出现过。俗话说，二鸟在林，不如一鸟在手。看来，这句话在现实当中也是一条绝对真理！哈佛大学医学院的精神病医生约翰·肖特常年为嗜赌者提供心理咨询，他的观察结果也支持了上面的结论。

在行为金融学术语当中，这种面对获得和损失时心理敏感度的不同，就叫做“损失回避”。它与一般意义上惧怕风险的“风险回避”不是一回事。最早提出这一概念并探讨其内涵的学者，要算是芝加哥大学商学研究院经济与行为科学系的理查德·泰勒教授。他在为一篇关于人类生命价值的论文进行研究时，附带地发现了“损失回避”这种现象。“当时，我所研究的题目是，让人们接受一项危险的工作，应当花费多少代价，”泰勒说，“按一般的研究方法，是收集并分析大量的数据，从而得出结论。”但泰勒却另辟蹊径，选择了问卷调查的研究方法。对于这种“不守规矩”的举动，他的导师肯定会大摇其头。

据统计资料估算，救人一命的价钱大致在100万到200万美元之间。但是，泰勒把同一个问题分成了两个角度不同的问题。第一个问题是：“如果你面临着生命危险，有1‰的可能将在下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



周死去，那么，你愿意出多少钱来避免这种危险？”人们给出的答案是：平均出价 1 000 美元。

泰勒的第二个问题是："如果要你去做一项危险的工作，丢掉性命的可能性是1‰。那么，你会索取多少报酬？""在传统经济学家看来，这两个问题基本上是一样的，"泰勒说。它们问的都是一回事：一条生命面临着可能性为1‰的死亡危险，此时它的价值是多少？"可是，这两种问法在人们心里引起的反应却大不相同，"泰勒说，"一个人可能只愿出 1 000 美元来避开一个风险；但你要他去承担同样水平的风险时，却必须付出 5 万到 20 万美元的代价。"

这两种大相径庭的答案，令泰勒十分迷惑不解。虽然根据传统的经济学理论，根本不可能出现这种现象，但每次问卷调查当中，得到的结果又如此惊人地一致。"这必定是现实中一种尚未被传统经济学了解并做出解释的现象。"泰勒断言。

在股市中，损失回避这种心理现象，如迷雾般包裹着投资决策的整个过程。"当人们想到投资的时候，他们的念头总是围绕着'损失'打转，因为在他们的头脑当中，'损失'所投下的阴影实在是太浓重了，"泰勒总结说，"他们总是更多地考虑损失，而不是未来的收益。经常有投资者来找我，向我咨询投资策略，他们常常带着一种小心翼翼的态度告诉我：'这些钱可是我积攒下来，准备退休以后用的老本啊，千万不能赔了。'每当听见这种话，我就会反问他们：'你想没想过，如果你不把这些钱投进股市，又将损失多少呢？'"

看不见的损失

那些在 1995 ～ 1997 年间把钱存进银行的人，他们损失了一个在股市上获利超过 60%的机会。这显然是一种损失，泰勒说，但人们却并不把它看作一种损失。在这些投资者的心目中，对赔钱的恐惧压倒了对赚钱的希望，因为他们太看重投资可能带来的不利后果，而不是可能的利得。用泰勒的说法，他们得了一种短视病，一种由损失回避心理带来的短视病。保罗·萨缪尔森曾经和他的同事开过一个有名的抛硬币的玩笑，从中我们可以解开上述"短视病"的病根。萨缪尔森向一个同事提出，两人抛硬币打赌：如果硬币落下时正面朝上，他就付给那个同事 200 美元；如果反面朝上，那个同事就得付给他 100 美元。萨缪尔森的那个同事对统计学吃得很透，他反过来将了萨缪尔森一军：打赌可以，要玩就玩 100 次。有的人可能觉得奇怪，他为什么不愿只玩一次，却要玩上 100 次呢？熟悉或然率的读者大概已经明白了：根据事物发生的一般几率计算，硬币正面朝上的可能性是一半对一半，也就是 50 次，而实际中只要出现 40 次，那个同事便可以赢 40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次、输60次的战绩赚到2000美元。当然，萨缪尔森教授也不是傻瓜，他一口回绝了那个同事提出的条件。

一般的投资者总是为每一次"抛硬币"的结果而忧心忡忡——在股票市场上，每次价格的波动都相当于抛了一次硬币。他们忘了，如果把眼光放得足够长远，就能看出：在或然率的作用下，股价的起伏波动一般会归于总体上的平均化，也许涨幅还会大于跌幅呢。所以，投资者不妨稍微放松一下心情，看看下面这组数字：自1926年以来，抛去通货膨胀因素，普通股市场的总体收益率为5%，而债券市场的总体收益率为1%。假设有一位投资者，他在1926年购买了一万美元的中期政府公债，到1996年时，这一万美元已经变成了25万美元。然而，如果他把这笔钱投在股票上，依照标准普尔500指数计算，这笔投资的结果将非常了不得：750万美元！当然，如果观察年限较短，两者之间的差别不会如此惊人，但仍然足以说明问题。债市和股市，究竟哪个更好？虽然一般投资者总是固执地认定，债券比股票更安全稳妥，但是，历史数据表明，从长远角度考察，实际情况恰恰与人们的判断相反。投资者情愿放弃额外收益去追求虚幻的安全，这种现象便是行为金融学家们所谓的"风险溢价之谜"。

其实，投资者不妨把退休金资产的价值比做他们住宅的价值。当你安心地住在一幢房子里时，它值多少钱并不重要；只有当房主考虑搬家，想出让房产的时候，这个问题才显得重要起来。想像一下，如果电视台每天都播报所有房产的今日价格（更不用说每时每刻地播报了），那些可怜房主们，他们的心情将会多么焦虑不安！"人们投资买房，之所以具有一种安全感，就是因为他们不知道它的价值每时每刻的波动情况，"泰勒说，"每当有人问我，怎样管理自己的养老金投资，我就会告诉他：把这笔钱投在一只股票上，然后就别去管它。共同基金管理公司给你寄来投资简报，你也别拆开看。我告诉投资者，别总在电脑上查看股市行情，还不如把电脑保护屏设成ESPN体育频道，看看球赛比分呢。"泰勒建议，投资者应当每隔一年左右才对投资组合做一次重新评估，以减少不良的本能反应。

华伦·巴菲特的老友兼合伙人、伟斯科金融公司的查尔斯·孟格警告说，过分关注股价波动只会自招其祸。孟格指出，一些成功的赌马者在下注方式上颇有共同之处：他们很少下注，但一下就是大的。"我们不可能事事都了解，每次都判断正确，这是人类天赋的智力水平所决定的，"1994年孟格对南加州大学商学院的学生们发表演讲时说道，"但是，上帝给了我们观察、分析的能力，我们可以勤奋工作，从浩如烟海的投资可能当中找出众人都估价错误的特殊机会——这种机会偶尔真的有可能找到。一旦捉住它，聪明人就会重重地押上一大笔筹码。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会不来，他们就不出手。事情就是这么简单。”然而，值得一提的是，孟格和巴菲特都不属于被动型的投资者，如果他们感到投资组合中哪个公司的情形不对头，就会把它从名单上换掉。

损失回避的心理误区不但阻挠人们买进股票，还会影响到售出股票的决策行为。“假设我的投资组合中包含着几只股票，有的赚钱，有的赔钱，”泰勒说，“我需要卖出一只，用这钱来买车。我应当卖掉哪一只呢？通过调查，我们发现，多数投资者似乎舍不得卖掉赔钱的股票。他们宁可卖掉上涨的个股，也不愿出手正在下跌的个股。”

怎么会这样？甚至在调整应纳税账目时，投资人依然倾向于先抛出赚钱的股票，留下不赚钱的股票。这显然证明，损失回避心理足以战胜理性的判断。别忘了，当投资者卖出升值的股票时，国税局是要从他的资本利得当中抽税的。即使不必纳税，人们内在的本性还是要战胜逻辑。“当你卖出一只赔钱的个股时，就等于承认你自己犯了错误，”泰勒解释道，“然而，只要它还安安稳稳地留在投资组合当中，你就可以安慰自己说，它以后会涨起来的。”多么像前面说过的那个捉火鸡的老头儿呀！他固执地等着跑出笼外的那第十二只火鸡再绕回来，结果却落得一场空。

“如果你的股票当中有一只在下跌，”泰勒说，“你心里并没把它算在赔钱的账目之内，不到赔本卖出的地步，你绝不会承认赔定了。”在行为金融学中，这种自欺欺人的现象叫做“心理账户”，决策失误的投资者惯常用这种方式来达到某种心理平衡。

赌徒们经常沉浸于“心理账户”的误区。泰勒介绍说，赌场常客们有一种说法，叫做“两个口袋”。“有一位老兄，那天手气不错，一进赌场就赢了一大笔钱。他就把赢来的钱放在一个口袋里，而把自己带来的赌本放在另一个口袋里。他把刚赢来的钱叫做‘赌场的钱’，可以毫不心疼地拿来尽情潇洒——来得容易去得快嘛；而他原来带来的钱呢，那才是‘他自己的钱’，不可以轻易输掉的。”

这种“两个口袋”策略，在现实生活中并不少见。精神病医生约翰·肖特曾接待过一个赌徒，他带了1 000美元去赌场，回来时兜里只剩了247美元。“家里人问他战绩如何，他得意洋洋地宣布：‘我赢了247美元！’”肖特说，“大多数人都认为，他输掉了753美元；可他却按照自己那一套理论，硬是认定自己赢了。”

赌场发热症

来自肖特医生的另一个案例：一个赌徒走进康涅迪格州的一个赌场，满心打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算在掷骰子游戏中赢上一大笔钱，否则就干脆输光全部赌本再回家。肖特说，在赌徒当中，这样孤注一掷的行为可以说屡见不鲜。“他们认定，只要自己碰上好运，就会一赢再赢，发一笔大财。那天晚上，这个人真的红运当头，赢了一局又一局，他面前居然堆起了价值 7.5 万美元的筹码。这时候，他的内心起了剧烈的矛盾：是就此罢手呢？还是趁着好运再玩上几局？最后，他决定再玩一局。可就是这一局，风向陡然变了，他的好运似乎一下子消散得无影无踪了，随之而去的，还有他刚赢来的那些美元。你以为这家伙会垂头丧气地回家吗？不。他一进门，妻子问他输了还是赢了，他回答说：‘今天玩得真是太痛快了，落得个不赔不赚！’”

股市上的职业投资人也常犯类似的毛病，肖特医生评论说。只记得自己过五关斩六将的豪迈，却忘了败走麦城的狼狈。这叫人想起了投资圈里那句有名的妙语：在华尔街上，成功这个词包括两重含义，一是大盘看涨，二是记性不好。“如果坐下来，实事求是地算一算他们的业绩，特别是在抛去了交易成本后的纯收益，你就会发现，其实那结果并不怎么样。”肖特说，“可是，他们对自己的信心却从不为此而削弱半分，总是保持着那份自欺欺人式的乐观——你看，就算没挣到钱，投资者也能得到游戏的乐趣嘛！”

投资者自我欺骗的手段还不止于此。“还有人带着过去三四年的投资纪录来找我，让我给他当参谋，”肖特说，“我问他，以前的投资业绩怎么样？他说：‘还不错，平均年收益率是 15%。’然后，我便和他一起分析那些资料。结果证明，他说得不错——所差只有一点，他没把赔钱的纪录也包括在内。”至于那些出手以后又涨起来的股票，当然，更是需要忽略不计了。

过度自信是一种普遍现象，即便是股市老手也难免因此而翻船。肖特发现，证券分析家在预测公司收益的时候，总是抱着极为确定的态度。然而，研究表明，他们的预测往往是错误的。“他们对自己所做的事情，一贯抱有过度的自信。”肖特说。这似乎是人类固有的心理现象。比如，大多数司机会认为，自己的驾驶技术在一般水准以上。每学年开始时，泰勒都会向学生们发问：有谁认为自己今年能战胜市场？结果，大多数人都说自己可以做到。

过度自信的投资者通常对自己的风险承受能力估计过高——常常会超出实际水平的一倍。如果被问到，为达到某一收益目标，他们愿意承担多大的经济风险？他们给出的数字往往比实际高许多。比方说，要达到的收益目标设为三年内获利 50%，过度自信的投资者一般会说，自己能承受 20%～25%的风险水平。“但是，到了实际投资过程当中，稍有不顺他们就会惊慌失措；”肖特说，“一旦跌幅达到 10%，许多人就开始考虑到撤退了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



固然，投资者应当警惕过度自信；但从另一方面看，大多数成功的投资者，却靠坚强的自信心取得胜利。自信到什么程度算是好的，而超出哪个界限就算过度，这实在很难说清。不过，我们知道，有益的自信心总是建筑在对市场的充分了解之上，建筑在严格的自律性和极高的风险承受能力之上。“他们的自信，超出了一般意义上的‘自信’，”肖特说，“它是一种绝对信念，对自己和自己经营的体系没有丝毫怀疑。他们有能力策划出近乎完美的投资计划；可以自如地应对投资中的任何疑难问题；清楚地知道自己正在做些什么。这些成功者当中，很多人都怀有强烈的宗教信念或某种人生信条，能赋予他们坚定的立场。”由此，我们想到了巴尔·罗森伯格，一个虔诚的佛教徒；还有福斯特·佛莱斯，坚定的基督徒。

潜意识里的投资者

根据肖特的说法，每一个投资者对待风险的态度，都深深地植根于他潜意识里对钱本身的态度。“我们所讨论的，不光是赔了钱、失去了金钱所代表的购买能力——这都是实际层面上的意义；”肖特说，“我们所讨论的，是金钱在人类心理上的全部意义，以及投资成功与否对人的自我意识的影响。所以说，风险的确是个内涵极广的心理概念。直到目前为止，我们并没有掌握一种好的量化工具来对它进行测度。”结论：对风险的感受因人而异——一个人心目中的风险，对另外一个人来说可能根本不算什么。

在心理学意义上，金钱有着多重涵义。它与人们的自我评价相关联，所以，人人都喜欢钱，越多越好。在金钱上成功，能供给别人，就享有心理上的优势，相当于游戏里的老大。肖特还指出，一个人对钱的态度还和他幼年时的排便训练有关系。“在这方面有神经官能性障碍的人，容易在金钱观上出现问题。每当出现投资失误，甚至当大盘开始下滑时，他们心里就会产生强烈的愧疚感，”肖特说，“他们企图向家人隐瞒自己的失利，由此发展出各种各样未见得有效的心理防御机制。”出于同样的原因，投资者还可能对某个赚钱的股票产生情感上的联系，把他们的自我评价和这只股票联结起来；同时，又会对另一些股票产生心理上的敌意，凡是不符合一己好恶的信息和意见，他们就一概加以排斥。这样的投资心理，毫无疑问会导致失败，还没等他们睁开眼看清现实，他们喜欢的股票早已被甩进了垃圾堆。

20 多年来，损失回避、心理账户，以及其它一些行为金融学的概念，为价值型投资赢得了大众的信任票。伯恩斯坦称：“价值型投资法正是这些概念的直接应用。由于人们在理解市场的过程中思维单纯，喜欢持有那些‘感觉舒服’的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而舍弃那些‘感觉上不好’的股票，他们在价值估计上经常会犯大错误。你如果真正了解这一点，你就能通过价值型投资法赚到钱。”

17世纪的法国著名思想家布莱兹·帕斯卡尔，曾就上帝存在问题做过一个有名的押宝式论证，其中就包含着某种“心理账户”的成分。他说：如果你赌上帝存在，你就会过一种神圣的生活并拒绝少许享乐的诱惑，这样的话，哪怕你赌输了也没失去什么；反之，如果你赌上帝不存在而不去抵制诱惑，最后却输了，那么你的罪恶生活会让你永远受罚。于是，他决定站在相信者一边。根据这种逻辑推断，伯恩斯坦说，帕斯卡尔很可能偏好价值型投资，而不是成长型投资。“如果你买进一只处于低迷状态的股票，会产生两种可能的结果：如果你错了，你所承受的也只不过是已知的风险，”伯恩斯坦说，“但是，假如你判断正确，就有可能收获丰硕的成果。然而，假如你买进的是成长型公司股票，情况则截然相反：你看中的是它飞速上涨的前景，一旦判断失误，等待着你的就是灭顶之灾。因此，我认为帕斯卡尔如果生活在今天，他应当是一个价值型投资者。”

20世纪末以及21世纪的投资策略，说起来非常简单：不见兔子不撒鹰，不要冒无谓的风险。一般投资者总觉得这条忠告不过瘾，还不如直接告诉他们哪只股票能涨到天价呢；但是，凡忽视这条忠告的投资者，总要付出沉重的代价。“你并不是为决策而决策，在结果不确定的情况下，贸然行动是愚蠢的。”伯恩斯坦说，“当你决定走上一条有风险的道路，路那头必定有什么目标招引着你；而你所承担风险的大小，也要与预期的收获规模相当才行。反之亦然。你决定往银行里存款，就不可能指望今后30年内每年获得15%的收益；但是，如果你把这笔钱投在一个小型高科技公司的股票上，收益虽然高了，相应的风险也就大了。那家公司也许明天就会倒闭，从市场上彻底消失。而且，对于它所依赖的那种了不起的复杂技术，你实际上也是似懂非懂。总之，你只能把一小部分资金用于这种投资，因为它成功的把握并不太大，一旦股价下跌，你将无法做出明智的应对之举。”

选美比赛与市场先生

我们可以把股市想像成一架专门称量投资者信念的天平。“股市并不是一种抽象的存在，”伯恩斯坦说，“它是由许许多多正在做决策的人组成的。每当你做出一个决策，就等于下了一次赌注，你的对手就是所有那些也在下注的投资者。”

凯恩斯曾把投资市场比做30年代伦敦流行的一种选美比赛。不管出于有意还是无意，所有的投资者都参与进来了。

“职业投资就好像报上时常举办的选美比赛：参赛者必须在报上刊登的100张

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



照片中，选出六名长相最美的人。谁的选择与全体投票者选出的平均结果最接近，谁就能获得大奖。所以说，投票者要选出的并不是自己心目中最美的面孔，而是（他认为）大家都觉得最美的面孔。所有的参赛者都是如此选法。也就是说，投票者判断的根据不是自己的审美标准，甚至也不是大家的真正审美标准。最后的结果所显示的，乃是大家以为的大家的审美观点。既然获胜者猜中了这个结果，那就可以表述为：他猜中了大家以为的大家的审美观点。我们看到，这句话里包含着三个层次的意义。我相信，有些思维深邃的人，甚至可能想到第四层、第五层，乃至更深的层次上去。”

投资大众的本能性思维，根本无法达到这第三个层次，更别提再深了。实践经验再丰富也不一定有所帮助。“这完全是另一种层次上的判断，”伯恩斯坦解释道，“投资者的对手永远是其他的投资者，整个游戏的复杂性就在于此。你也许说得对，那位姑娘确实美若天仙；但是今年大家都喜欢红头发的，所以，别人都对你的选择不以为然。”

传奇式的投资大师本杰明·葛雷厄姆使用另一个比喻，来说明起伏不定、难以操控的投资市场上的风险状况。他把股市比做一个反复无常的合作者，天天都冷不防地对合作条件提出改动。

“比方说，你在一个私营企业当中持有一小部分股份，价值 1 000 美元。你的合作者当中，有一位令人头痛的‘市场先生’。每天早晨，他都向你宣布，今天你的股份值多少多少钱，并且提出，以这样的价钱来收购你的股份，或者再卖给你一些。有时候，他的出价看来很合理，符合企业发展的实际情况，与你的预期也不相上下。不过，在更多的时候这位市场先生所做出的是情绪化的判断，让你认为他简直是胡来。”

“如果你是一个谨慎的投资者、理性的商人，你会让市场先生的胡说八道影响你对自己持有股份价值的判断吗？你接受他的影响，只限于你认为他说得有理的时候，或者觉得有利可图的时候，对吧？当他报出一个荒唐的高价时，你会欢欢喜喜地把自己的股份卖给他；当他报出的价钱特别低时，你也会同样高兴地从他手中买些股份。但是，在其它情况下，还是不理他为好。要根据能反映公司全面运营情况和财务状况的材料，做出自己的判断，并且依此行事。”

同时，选择是一种维持投资系统运转的奢侈品。伯恩斯坦指出：“没有挽回余地的决定蕴含着高风险。”例如，盖工厂就是有风险的决定，因为工厂建成后，你并不一定能赚钱；然而，在股市上，投资者可以买进那个盖工厂的公司的股票，如果发现他们盖工厂的决定有错误，还可以把股票卖出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“你所承担的任何风险，或者你所做的任何决定，究竟明智与否，关键要看它有多大的可逆性，”伯恩斯坦说，“正是由于股市具有风险可逆性，它才在我们的经济生活当中发挥着如此重要的作用。那些刚刚开始实行资本主义制度的国家，最初总是从建立股市入手的。不管是盖工厂、钻井采油，还是搞新技术投资，没有股市作为依托，其投资决策就是不可逆的，很可能带来灾难性的后果。”

“股票市场给了你改变主意的机会，投资完成后，你还可以通过卖出股票的方法把它收回，”伯恩斯坦说，“所以，人们才会情愿向那些可逆性差的项目投资。当我买进一家高科技公司的股票时，公司本身虽然无法收回它所做出的决定，但我能，只要我愿意。”投资者所投进的钱并不是被固定绑在某一只股票上；只要他认为风险太高，他就可以自主撤出。这对投资者来说，是一种令人安心的保障。正因为如此，上市公司才能通过股市募集到发展所需的资金。“在情况不妙的时候可以撤出投资，这是股民的权利，”伯恩斯坦说，“只有这样，人们才愿意买股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考书目

Benartzi, Shlomo, and Richard H. Thaler, 《短视的损失回避与风险溢价之谜》,《经济学家季刊》, 1995 年 2 月，pp. 73 ～ 92。

Bernstein, Peter L., 《成长型公司 VS 成长股》,《哈佛商业评论》1956 年 90 月，p. 878。

Bernstein, Peter L.,《本刊的宗旨》,《投资组合管理期刊》, 1974 年秋季号。

Bernstein, Peter L., 《资本的观念：现代华尔街令人难以置信的起源》(纽约：自由出版社，1992)。

Bernstein, Peter L., 《与天为敌：风险投资传奇》(纽约：约翰·韦利父子出版公司，1996)。

Blumenstein, Rebecca, 《通用汽车拓展海外空间》,《华尔街日报》, 1997 年 9 月 11 日，p. A3。

Bogle, John C., 《第一只指数共同基金》, 先锋集团出版的专题论文集，1997 年 7 月。

Brauchli, Marcus W., 《东南亚金融领袖被抛向聚光灯下》,《华尔街日报》1997 年 8 月 25 日星期一，p. A15。

Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilberb L. Beebower, 《影响投资组合表现的决定因素》,《金融分析家杂志》, 1986 年 7 ～ 8 月号，pp. 39 ～ 44。

Brinson, Gary P., Brian D. Singer, and Gilbert L. Beebower, 《影响投资组合表现的决定因素 II：最近报告》,《金融分析家杂志》, 1991 年 5 ～ 6 月号，pp. 40 ～ 48。

Brown, Ken et al.,《经纪强人》,《理财》杂志，1997 年 9 月，p. 146。

Capell, Kerry, 《新兴市场》,《华尔街金融策划》, 1992 年夏季号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Clark，John Maurice，《经济学与现代心理学》，《政治经济学期刊》，1918年，第26卷，P4。

Cohen，Jerome B.，Edward D. Zinbarg，and Arthur Zeikel，《投资分析与投资组合管理》，第5版，（伊利诺伊州霍姆伍德市：埃尔文出版社，1987）。

Cox，James，《新兴市场基金之王》，《今日美国》杂志，1995年11月26日。

De Bondt，Werner F. M.，and Richard H. Thaler，《从行为角度看市场与公司中的金融决策》，选自 R. Jarrow 等编辑的《OR&MS 手册》，第9卷，1995年，pp. 386～410。

Donaldson，Lufkin & Jenrette，Inc.，《普通股与普通常识》（纽约：作家出版社，1958年），pp. 9～10。

《道·琼斯平均指数 1885～1990》，Phyllis S. Pierce 编辑，（伊利诺伊州霍姆伍德市：Business One Irwin 出版社，1991）。

Dreman，David，《非效率市场》，《福布斯》杂志，1994年3月28日，p. 146。

Ellis，Charles D.，and James R. Vertin 编辑，《投资经典文选》（伊利诺伊州霍姆伍德市：Dow Jones Irwin，1989）。

Faber，Marc，《金钱迷梦》（香港：朗文集团出版有限公司，1988），P150。

Frailey，Fred W.，《约翰·奈夫：圈内人访谈》，《吉卜林个人理财杂志》，1994年2月，P80。

Frankfurter，George M.，《现代金融的末日？》，《投资期刊》1993年冬季号，P9。

Fried，Carla，《现在可买的11只超一流基金》，《个人理财》杂志，1997年2月号。

Driver，Aaron，《金手指》，《超级评论》，1997年4月号。

Du Bois，Peter C.，《全球观察家注目巴西、香港和土耳其》，《巴伦周刊》，1994年11月7日。

Ehrbar，A. F.，《指数基金的时代已经到来》，《财富》杂志，1976年6月，P146。

Ehrbar，A. F.，《某些共同基金确实不错》，《财富》杂志，1975年7月号，P57。

Galbraith，John Kenneth，《1929股市大崩盘》，（波士顿：海事出版社，1997）。

Graham，Benjamin，《智慧型投资人》，修订本（纽约：哈珀-罗出版社，1973）。

Graham，Benjamin and David Dodd，《证券分析》（重印），（纽约：麦格劳-希尔出版公司，1934）。

Grieffeth，Bill，《共同基金大师传》（芝加哥：卜罗布斯出版社，1995）。

Gross，William H.，《你原来听过的投资知识全是错的！》（纽约：时代图书出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



版社，1997）。

Guthrie, Jonathan,《颠倒的世界》,《职业投资者》杂志，1992 年 11 月号。

Harper, Henry Howard,《投机心理学》,（佛蒙特州伯灵顿市：弗雷泽出版公司，1966）。

Horowitz, Jed and Barbara A. Rehm,《丁格尔怒摔汇票，称花旗银行已山穷水尽》,《美国银行家》,1991 年 8 月 1 日，P1。

Ibbotson Associates,《股票、债券、国库券与通货膨胀：1997 年年鉴》,（伊利诺伊州芝加哥市：易博森合伙公司，1997）。

Johnson, Paul,《现代的诞生》,（纽约：哈泼柯林斯出版公司，1991）。

Kelley, Fred C.,《成功与失败的奥秘》（佛蒙特州伯灵顿市：弗雷泽出版公司，1991）Keynes, John Maynard,《就业、利息和货币通论》,（纽约：哈考特·布雷斯出版社，1936）。

Le Bon, Gustave 编辑,《民众心态研究》（佐治亚州玛丽埃塔市：切洛基出版社，1982 重印）。

Levi, Jim,《命运殿堂里的乐观主义者》,《旗帜晚报》（伦敦），1994 年 2 月 7 日。

Levinson, Marc,《忧郁的科学登堂入室》,《新闻周刊》,1995 年 4 月 10 日，p. 41。

Lipin, Steven,《身陷困境的花旗股票：还值得一买吗？》,《华尔街日报》,1991 年 12 月 26 日，p. C1。

Loeb, Gerald,《投资界的求生之战》（佛蒙特州伯灵顿市：弗雷泽出版社，1988）。

Lynch, Peter, with John Rothchild,《在华尔街的崛起》（纽约：美国企鹅出版公司，1989）。

Mackay, Charles,《异常大众妄想与群体疯狂》,(纽约：法拉，斯特劳斯及格罗斯出版社，1841)。

Malkiel, Burton,《漫步华尔街》,第 4 版，（纽约：W·W·诺顿出版公司，1985）。

McQuade, Scott,《一个无畏的冒险家》,《金融咨询家》杂志（英国），1991 年 11 月。

Meehan, John and William Glasgall,《花旗梦魇愈加可怕》,《商业周刊》,1991 年 10 月 28 日，pp. 124 ～ 125。

Milligan, John and Ida Picker,《花旗银行信用文化的崩溃》,《机构投资者》,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991 年 12 月，pp. 53 ～ 65。

Minard, Lawrence,《极端悲观主义的原则》,《福布斯》杂志，1995 年 1 月 16 日。

Mintz, Steven L.,《五位杰出的逆向操作大师：职业生涯、透视方法及投资技巧》,（佛蒙特州伯灵顿市：弗雷泽出版公司，1994）。

Mobius, Mark,《墨比尔斯论新兴市场》,（伦敦：皮特曼出版公司，1996）。

Montagu-Pollock, Matthew,《新兴市场的王子》,《亚洲商务》期刊，1989 年 2 月。

Montagu-Pollock, Matthew,《坚定不移的价值追寻者》,《亚洲商务》期刊，香港，1992 年 7 月。

Munger, Charles,《与投资管理和商务有关的某些基本生活常识》,《杰出投资人文摘》，1995 年 5 月 5 日，P58。

Neff, John,《我怎样使投资者的资本翻了 45 番》,《个人理财》杂志，1994 年，P18。

Neill, Humphrey, B.《反潮流通讯》，1962 年 6 月。

Prestridge, Jeff,《墨比尔斯永远把命运抓在自己手里》,《星期日电讯报》，1993 年 1 月 17 日。

Price, Margaret,《在数据缺乏的条件下选股》,《全球金融》杂志，1988 年 1 月。

Reed, Stanley,《跳上飞机买股票》,《商业周刊》，1991 年 12 月 30 日。

Quint, Michael,《花旗的负担》,《纽约时报》1991 年 10 月 18 日，p. D1。

Sharpe, William F.,《资本资产价格：风险条件下的市场均衡理论》,《金融期刊》，第 19 卷，No. 3，1964 年 9 月，pp. 425 ～ 442。

Sharpe, William F.，威廉·夏普的主页，1997 年 1 月 24 日更新（http: //www. Sharp. Stanford.edu）。

Siegel, Jeremy J.,《股市长线投资》（芝加哥：埃尔文专业书局，1973）p. 89。

Statman, Meir,《需要买多少只股票，才能算分散的投资组合？》，选自 Deborah H. Miller 与 Stewart C. Myers 合编的《财经前沿：巴特里马奇奖学金获得者论文选》（马萨诸塞州，剑桥：巴西尔·布莱克威尔出版社，1990），pp. 465 ～ 480。

Tannous, Peter J.,《投资泰斗》（纽约：纽约金融学院出版社，1997）。

Thaler, Richard H.《决策心理学在金融市场上的应用》，1995 年 4 月 10 日，麻省理工学院斯洛恩管理学院。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Warner, Alison, 《墨比尔斯的顶级纪录》,《国际证券》, 1992 年 2 月。

Welles, Chris, 《巴尔·罗森伯格是谁，他究竟在说些什么？》,《机构投资者》, 1978 年 5 月号。

Welling, Kathryn M., 《狡猾的逆反者：老奈夫智斗大盘毫无惧色》,《巴伦周刊》, 1982 年 7 月 19 日, p. 6。

Wiles, Russ, 《管理人论坛：了解他的位置》,《洛杉矶时报》, 1997 年 5 月 13 日, p. D4。

Williams, John Burr, 《投资价值理论》, 重印哈佛大学出版社, 1938 年版, (佛蒙特州伯灵顿市：弗雷泽出版公司, 1997)。

Wyatt, John 《来自三位超级投资巨星的热门诀窍》,《财富》杂志, 1995 年 12 月 25 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任编辑:张耀民　　封面设计:刘　洋

八个光彩夺目的名字，八位顶尖投资大师的独特见解和忠告——助你通晓投资的艺术

书中介绍的八位投资人都是大师中的大师。他们将为您介绍各自的投资秘籍——风险投资、资产配置、指数资金、价值投资法、定量分析法、固定收益证券、新兴市场投资——各种投资理念，一网打尽!

“无论是投资专家还是一般投资者，都该把此书列入必读书目。《超越华尔街》活脱脱地勾勒出一副副形象的画面，让你知道美国最成功的投资家是怎样赚钱的。不看不知道，在投资界出人头地，要付出如许心血。”

——简·布瑞安·奎因，《新闻周刊》专栏作家，著有《充分利用你的钱》一书

“一方面浓墨重彩抒写人生戏剧，另一方面汇集智者的忠言，并在这两者之间找到绝妙的平衡。《超越华尔街》所介绍的人物，个个都是我们时代最拔尖的投资家。”

——艾德·芬，《八伦周刊》编辑

“本书仿佛一道丰盛大餐，让人既长知识、开眼界，又能领略当代顶级职业投资人和财经专家们生活中的风采。

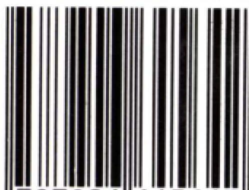
——罗杰·A·西格尔，The Street.com网站“投资人书架”栏目主笔

“不管你是初出茅庐还是业内老手，这本书都是绝佳的知识源泉。书中介绍的几位都是当今投资领域最有成就的思想家和实干家，从他们身上，我们每个人都能悟出些道理。”

——伊丽莎白·J·麦凯伊，CFA，贝尔斯登投资公司首席投资策划师

F8

ISBN 7-80664-564-0



ISBN 7-80664-564-0
F·42　定价：28 元